CMHC SCHL

Helping to house Canadians

Question habitation, comptez sur nous

Feasibility and Implementation of New Housing Finance Ideas in Canada

Canadian Housing Finance Conference

Conférence canadienne sur le financement de l'habitation

Alan Redway

Feasibility and Implementation of New Housing Finance Ideas in Canada

Author
James E. Pesando*

*Professor of Economics and Director, Institute for Policy Analysis, University of Toronto. This paper is prepared as a background document for the Canadian Housing Finance Conference to be held at the King Edward Hotel in Toronto on October 31st and November 1st, 1990.

The views expressed in this paper are those of the author and do not necessarily reflect those of Canada Mortgage and Housing Corporation.

CONTENTS

91-06230/

I THE CANADIAN SYSTEM OF HOUSING FINANCE

1. The Efficiency of the Mortgage Market
2. Features of the Mortgage Market Today
3. Characteristics of the Residential Mortgage Market that are Desirable for the 1990s.

II INITIATIVE: MODIFY N.H.A. INSURANCE TO ALLOW 95 PERCENT LOAN-TO VALUE RATIOS

III INITIATIVE: EXPAND THE SOURCES OF MORTGAGE FINANCE

1. Allow First-time Buyers Access to RRSP Funds
2. Accelerate the Pace of Securitization
3. Promote Equity-Sharing Arrangements with Non-occupant Investors

IV INITIATIVE: PROMOTE NEW MORTGAGE INSTRUMENTS

1. Adjustable Rate Mortgage (ARM)
2. Index-linked Mortgage (ILM)
3. Mortgages with Renewal Protection

V INITIATIVE: ALTERNATIVE HOUSING FINANCE SYSTEMS

1. Separate the Mortgage Market from the Capital Market at Large
2. Stand-alone System of Contract Savings
3. Federal Government Issuance of Long-term Bonds to Finance Mortgages

VI INITIATIVE: LAND LEASING AND LEASES-TO-PURCHASE ARRANGEMENTS

VII A PERSONAL REFLECTION

EXECUTIVE SUMMARY

1. Two particularly difficult problems confront prospective homebuyers in the 1990's:
   (1) sharply higher prices in many markets, which make minimum down-payment requirements **and** carrying costs more onerous; and
   (2) volatile interest rates, which force buyers to speculate on the future course of interest rates and which create the risk that buyers will face sharply higher interest rates on mortgage renewal dates.

   In this paper, I review recent proposals designed to solve these and related problems, and thus to improve housing accessibility.

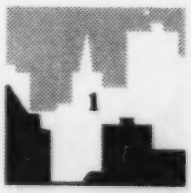
2. To begin, I would emphasize the **divergence** in the several proposals. Some observers, for example, argue that the term to maturity of traditional mortgages must be lengthened in order to allow borrowers to lock-in "low" interest rates for a longer period of time, while others argue that adjustable rate mortgages should be promoted. Some argue that steps should be taken to insulate the mortgage market from developments in the money and capital markets, while others would harness the forces of competition in these same markets to promote both innovation and improved accessibility.

3. I review the pros and cons of **five** broad initiatives that have been proposed to improve accessibility:
   (1) modify NHA insurance to allow 95 percent loan-to-value ratios;
   (2) expand the sources of mortgage finance, by (i) allowing buyers access to their RRSP funds, (ii) accelerating the pace of securitization, and (iii) promoting equity-sharing arrangements with non-occupant investors;
   (3) promote new mortgage instruments, such as adjustable rate mortgages (ARM's), index-linked mortgages (ILM's), and mortgages with renewal protection;
   (4) devise an institutional means to (i) insulate the mortgage market from fluctuations in the money and capital markets, or (ii) meet housing finance needs through contract savings, or (iii) allow the federal government to borrow on behalf of Canadians seeking housing finance; and
   (5) explore the possibility of land-leasing and lease-to-purchase as a means of reducing cost barriers.

4. To most economists, the mortgage market in Canada is seen as an integral part of an efficient capital market. In an efficient market, risk can be repackaged, but not eliminated. This recognition is important, for example, in assessing initiatives designed to protect homebuyers from the risk that mortgage rates might be sharply higher at mortgage renewal dates. If, for example, mortgage lenders were to provide borrowers with an option to extend the term at the original interest rate, or to place a cap on the size of any interest rate increase, lenders would need to be compensated for assuming this risk.

5. If a policy inititative involves the provision of implicit or explicit subsidies, program targeting and cost containment become more important in light of the federal government's stated policy of fiscal restraint.

6. Each proposal has both strengths and weaknesses. There is no panacea for housing accessibility problems. In my opinion, certain initiatives are particularly promising.



(1) Mortgage-backed securities (securitization) represent the most promising means of introducing new mortgage instruments designed to shift interest risk from the borrower to a third party, at a minimum cost to the borrower. Alternatives include, for example, a 10-year mortgage with a fixed interest rate for 5 years, with the to-be-determined interest rate for the second 5 years to be subject to a cap of (say) 2 percent in excess of the initial mortgage rate. (Just recently, Royal Trustco Ltd. introduced a 10-year mortgage which is fully open after 3 years subject to a 3-month interest penalty. This mortgage, which represents an important innovation, is to be funded through an issue of mortgage-backed securities guaranteed under the National Housing Act.)

(2) Allowing first-time buyers to use their RRSP funds for downpayments would improve accessibility, and is unambiguously attractive from a housing policy perspective. However, for this initiative to be workable, concerns must be resolved regarding the income security of registered retirement savings, and the parallel treatment of RRSP holders and members of employer-sponsored pension plans.

(3) To reduce the uncertainty regarding the future path of nominal interest rates, the "average interest rate mortgage" or AIRM may merit consideration. Instead of taking out a $100,000 mortgage over 5 years, the borrower would take out a $20,000 one-year mortgage at the one-year rate, a $20,000 mortgage at the 2-year rate, and so on. The result would be to smooth the impact of volatile interest rates on the required stream of mortgage payments.

(4) ILM's have the potential to reduce risk, and thus to provide interest saving to the borrower. The exceptionally high (implicit) real interest rates on competing instruments, the small and uneven product flow, and the lack of a timely payment guarantee have limited the success, to date, of ILM's. Whether individual borrowers would be attracted to ILM's remains unknown, although the likelihood would increase if the existing program were improved so as to realize greater cost saving.

I The Canadian System of Housing Finance

1. The Efficiency of the Mortgage Market

Over time, and helped by government initiatives and de-regulation[1], the mortgage market has become an integral part of the Canadian capital market. The capital market, in turn, is deemed by most observers to be an efficient mechanism for the allocation of financial capital. Competition among mortgage lenders, as well as competition provided by competing investment outlets, ensures that the risk-return features of mortgage loans are in line with those of the market as a whole. This may not have been true historically, but appears to be the appropriate framework in which to assess the mortgage market in the 1990s.

There are several important implications that follow from the assumption that the mortgage market is an integral part of an efficient capital market.

(1) In an efficient market, borrowers who constitute equal risks obtain loans on the same terms. Borrowers who represent greater risks obtain loans at commensurately higher rates and/or more restrictive terms. Further, mortgage borrowers as a group are neither discriminated against nor favoured in relation to other borrowers.

An important implication, in an efficient market, is that risk can be repackaged, but not eliminated. There is no "free lunch." Borrowers seeking to take out high-ratio mortgages will – in the absence of a government subsidy – pay for any increase in default risk, regardless of whether they opt for mortgage insurance (at market prices) or for second or third mortgages with commensurate premiums in the mortgage rate.

(2) For many years, economists have drawn attention to the limitation of the equal-payment mortgage (EPM) in an inflationary climate. The graduated-payment mortgage (GPM) or the index-linked mortgage (ILM), for example, allow nominal mortgage payments to increase over time, thereby relieving the G.D.S. (gross debt service) constraint. In light of the fixed costs associated with product innovation, there **may be** an argument for the government's taking the initiative in introducing new mortgage instruments, perhaps through direct lending.

On the other hand, there has been **substantial** innovation in the mortgage instrument in response to the new environment of high and volatile interest rates[2]. If the demand for a mortgage product exists at a **commensurate** price, the presumption of many is that the market will supply it. Economists and policy-makers alike, for example, may have overestimated the potential demand by borrowers for deferred interest mortgages. A like concern may

[1] These include, for example, the introduction of mortgage insurance in 1954, the 1967 revisions to the Bank Act, and the 1969 revisions to the Interest Act.

[2] Most recently, and clearly influenced by demographic considerations, reverse annuity mortgages have been introduced in selected Canadian housing markets.

exist with regard to the government's initiative to provide mortgage interest rate insurance through the Mortgage Rate Protection Program.

(3) Because the mortgage market is fully integrated with the capital market as a whole, shocks – including international shocks – to the overall level of interest rates or the conduct of monetary policy are quickly transmitted to the mortgage market. The mortgage market **cannot** be insulated from such shocks and remain an integral part of the Canadian capital market. In an integrated market, **all** interest rates move in tandem, as lender and borrower activities ensure that (after adjusting for risk) interest rates on competing instruments are equalized.

2. Features of the Mortgage Market Today

The following assumptions shoud serve as a plausible guide to mortgage market conditions in the foreseeable future:

(1) **real** interest rates (i.e., market rates net of inflation) will remain high;

(2) interest rates will remain volatile (although not so volatile as in the early 1980s);

(3) loan-to-value ratios will be lower than the levels that prevailed prior to 1982, unless there is an explicit change in government policy;

(4) maximum G.D.S. ratios will continue to constrain potential buyers, due to sharply higher house prices;

(5) the long-term inflation rate will average 5 percent or less over the next 10 to 15 years; and

(6) in some markets (most notably, Toronto and Vancouver) where **real** house prices have risen sharply, real prices will be vulnerable to a future decline.

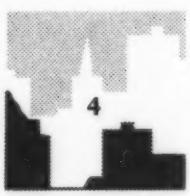
(1) **Real interest rates** remain high by historical standards as evidenced by the data contained in Table 1. The real interest rate on 5-year conventional mortgages, at present, is around 10 percent. Further, there is no evidence to suggest that real interest rates will soon fall towards their historical average.

(2) **Interest Rates** are likely to remain volatile relative to historical standards. The Federal Reserve Board in the United States and the Bank of Canada are unlikely to return to their pre-1979 policies of interest rate smoothing, and continued shocks to the international monetary system can be anticipated.

(3) Historically, CMHC has sought to improve the access of qualified borrowers to homeownership by providing them with access to **high-ratio mortgage loans**. Yet CMHC stopped insuring mortgages with loan-to-value ratios in excess of 90 percent in 1982, and the reported importance of very high-ratio mortgage loans has declined sharply (Table 2).

(4) Because of (i) high home prices and (ii) high mortgage rates, many potential buyers are constrained by the G.D.S. ratio in their ability to take on mortgage debt.

(5) Economists cannot, of course, predict the **long-run inflation rate** with confidence. Nonetheless, the consensus view is that the inflation rate will average 5 percent or less over the next 10 to 15 years. This fact has two implications. First, when combined with the present level of nominal interest rates, if confirms that **real** mortgage rates are indeed high. Second, if house prices are likely to increase at the inflation rate, the potential for price appreciation to secure deferred interest is less than in the higher inflationary climate of the late 1970s.



(6) In certain markets, such as Toronto and Vancouver, real house prices have risen sharply. Although significant price corrections are occurring (thus serving as a reminder of the volatility of prices), real prices remain very high by the standards of the 1970s and 1980s. In central Toronto, for example, real house prices in 1985 were no higher than in the boom year of 1974 (Figure 1). Yet real house prices have risen dramatically since 1985, appreciating by more than 100 percent through 1989. The possibility of a decline, perhaps slowly, in the **real** level of prices in many markets must be seen as a real possibility.

3. Characteristics of the Residential Mortgage Market that are Desirable for the 1990s

The residential mortgage market is an integral part of an efficient capital market. The capital market, in turn, promotes economic efficiency by ensuring that financial capital is allocated and priced in accordance with risk-return criteria. To facilitate competition among mortgage lenders, and to remove regulatory obstacles that may inhibit competition, are the objectives of public policy suggested by economic analysis.

II Initiative: Modify N.H.A. Insurance to Allow 95 Percent Loan-to-value Ratios

Item

It has been proposed that NHA lending terms be eased in order to improve accessibility. In particular, the downpayment requirement could be reduced from 10 to 5 percent, so that the loan-to-value (LTV) ratios could rise to 95 percent. This initiative would require a modest increase in the G.D.S. ratio, to accommodate the attendant increase in housing debt. If the insurance premiums for 95 percent LTV ratios have an element of potential unfunded risk within the self-financing Mortgage Insurance Fund, the scope of this initiative could be contained by targeting the programme to, say, first-time buyers of affordable homes. The latter could be defined as homes that sold for two-thirds or less of the average price.

Pros

This initiative would improve accessibility, particularly for households with relatively modest savings but with incomes sufficient to carry additional debt. If introduced, the initiative would increase the number of potential first-time buyers, and produce a one-time-only shifting forward in the aggregate effective demand for housing.

Cons

The notion that households at the margin be offered incentives to enter the owner-occupied market merits critical scrutiny. This scrutiny is particularly important at the present time, in light of the dramatic run-up in real house prices in many markets together with demographic trends that are less favourable to housing. Mortgage defaults tend to occur when housing markets are already depressed, and the "overhang" of foreclosed properties tends to exacerbate market weakness. The destabilizing role of mortgage defaults merits consideration when assessing the arguments for increasing the maximum LTV ratio.

III Initiative: Expand the Sources of Mortgage Finance

1. Allow First-time Buyers Access to RRSP Funds

CMHC, the Mortgage Insurance Company of Canada (MICC) and the Canadian Real Estate Association (CREA) have all proposed that first-time buyers be allowed, in effect, to use RRSP funds as a downpayment.[3] The key features of the CMHC proposal are as follows:

(a) RRSP funds to be used as a downpayment and to be secured by a deferred-payment mortgage (DPM), to be administered by a financial institution;

(b) the ratio of "traditional" mortgage financing to the purchase price not to exceed 90 percent – so that DPM (if the only "downpayment") would have to equal at least 10 percent of the purchase price;

(c) the DPM to earn interest at the prevailing market rate, but with **no** periodic payments, so that interest would be fully capitalized into the principal;

(d) the initial principal and the capitalized interest of the DPM to be insured against default; and

(e) the DPM to be retired at the **earliest** of (1) 20 years, (2) the sale of the property, or (3) the individual's attaining age 71.

In the MICC suggestion, the RRSP funds would be blended with a traditional mortgage, with the combined loan-to-value ratio not to exceed 95 percent. The RRSP loan, again, would be non-interest accruing. The return on the RRSP loan would be the **lesser** of (1) the accrued interest on the loan and (2) the pro rata increase in the value of the property.

In the CREA proposal, RRSP funds would also serve as a source of mortgage finance. In this proposal, however, the homebuyer would pay interest on the RRSP loan (although interest payments might be deferred for an initial period of two years). In the CREA proposal, unlike the others, the RRSP loan would not be insured.

The CMHC and MICC proposals, in effect, allow the individual to reconfigure the time path of mortgage payments by the use of RRSP funds. Although both proposals refer to an RRSP "mortgage," the fact that no interest or amortization payments are required allows the RRSP funds to serve, in effect, as a downpayment.

There are many variants to the basic proposal. In the United States, President Bush and the Senate are considering – as part of the HOPE initiative and The National Affordable Housing Act, respectively – a proposal to permit an individual to use his/her Individual Retirement Account (IRA) to invest in a principal residence under the U.S. Internal Revenue Code. The IRA would either take on equity position in the home, or provide a loan to be used for downpayment purposes. In the former case, the return to the IRA is the pro rata increase in the price of the home. In the latter case, the loan is amortized and repaid over a fixed period of time. In both cases, the maximum amount of IRA funds that can be withdrawn is $10,000.[4]

---

[3] At present, self-mortgaging with RRSP funds is primarily intented to improve investment returns. If RRSP funds are invested, say, in a mortgage fund rather than the holder's own mortgage, there will be an annual investment management fee in excess of one percent. (At present, the Royal Trust "M" Fund levies an annual management fee equal to 1.5 percent.) Recent innovations, by FirstLine Trust Company with its "Partner Mortgage" (for example), have sought to expand these investment advantages to individuals who have more modest amounts in their self-directed RRSP's.

[4] In high cost areas, the figure can be increased.

Pros

The potential advantage to prospective homebuyers is readily apparent from the following numerical example, adapted from CREA.

Suppose an individual can target $3,000 per year of **pretax** income towards saving for a downpayment. Suppose, as well, that the individual faces a combined federal-provincial tax rate of 40 percent, and that the market interest rate is 10 percent.

If the individual saves **outside** an RRSP, he/she will save $1,800 (i.e. 60 percent of $3,000) of after-tax dollars each year. He/she will earn the after-tax interest rate of 6 percent. After 5 years, the accumulated saving for the downpayment will equal $10,150.

If the individual saves **inside** an RRSP, he/she will save $3,000 per year and will earn the before-tax interest rate of 10 percent. After 5 years, the accumulated savings for the dowpayment will equal $18,322, which is an increase of $8,172. If these RRSP funds were used to provide a mortgage loan (a surrogate downpayment), the individual would have the opportunity to **continue** to earn the pretax interest rate, and the building of retirement security would be enhanced.

If the individual saves inside the RRSP and liquidates the RRSP in order to fund a conventional downpayment, he/she will have $10,993 (i.e. 60 percent of $18,322) to apply towards the purchase of a home. This represents an increase of $843 relative to the alternative of saving outside the RRSP.

Cons

Allowing first-time buyers to use their RRSP's to fund downpayments is unambiguously attractive from the perspective of improving accessibility. The major concerns with the proposal relate to its implications for pension and tax policy. These concerns include the following:

(1) Under the Income Tax Act, a principal residence is not a qualified RRSP investment. Unless the Act is changed, individuals could not simply use RRSP funds as a downpayment, and set the return to the RRSP equal to the pro rata increase in the price of the home.

(2) If the Income Tax Act were changed to allow RRSP funds to be used as a downpayment, the issue would arise as to whether the anticipated return to the RRSP is commensurate with the risk that the investment represents. If not, a trustee could not approve the investment.

(3) If the use of RRSP funds for a self-mortgage proves to be popular, then members of employer-sponsored pension plans, **whose RRSP limits are reduced by virtue of their participation in the employer's plan**, will want a parallel opportunity.

(4) If RRSP funds earn a beneath market rate of return (for a given level of risk), there will be a loss in tax revenues as a result of the smaller size, other things equal, of the accumulated funds at the date of annuitization, and hence the smaller size of the (taxable) annuity payments so created. This is a concern, for example, in the MICC proposal, where the return is the **lesser** of (1) the accumulated interest or (2) the pro rata increase in the price of the home.

(5) To a maximum of 18 percent of earnings, the new schedule of RRSP ceilings is: 1990 – $7,500; 1991 – $11,500; 1992 – $12,500; 1993 – $13,500; 1994 – $14,500; 1995 – $15,500; 1996 – $15,500 (indexed to average industrial wage growth). In addition, individuals can carry forward unutilized RRSP contribution room for up to 7 years, commencing in 1992. If the RRSP initiative is adopted, financial planners will undoubtedly advise first-time buyers to "top up" their RRSP's, exploiting any unused contribution room, to ensure that the individual can take out the maximum self-mortgage.

2. Accelerate the Pace of Securitization

By increasing liquidity, mortgage-backed securities (MBS) represent a vehicle for lowering mortgage rates, for a given level of risk. In addition, MBS represent a vehicle for promoting (or facilitating) innovation in the mortgage product.[5] These potential gains, in large part, stem from the substitution of investor funds for intermediated consumer savings as a means of funding mortgages.

At present, the dollar volume of MBS outstanding is (about) $3 billion. Proportionately, this is **far** smaller than the corresponding market in the United States. This is due, in large part, to the fact that traditional mortgage lending institutions in Canada do not appear anxious to securitize and then unload a significant portion of their mortgage portfolios. These institutions prefer their traditional role, which is to attract deposits and then to direct the funds so obtained into mortgages or other assets.[6] These institutions, to date, do not appear to be attracted to the role of mortgage borker.

The theoretical benefits of MBS are likely to be realized only if the market exists on a much larger scale. The question is whether, as a matter of policy, this market should be promoted **in a major way**. Could the traditional mortgage market in Canada be supplemented – or even replaced – by increased reliance on mortgage brokers, who would originate and service mortgage loans that would be securitized and sold to direct investors? (The latter could include traditional lenders!) By reaching new funding sources (investors) and by facilitating innovation, the interest cost of mortgage finance could be reduced, and the product better tailored to the needs and desires of borrowers. I leave this issue for general discussion.

3. Promote Equity Sharing Arrangements with Non-Occupant Investors

Item

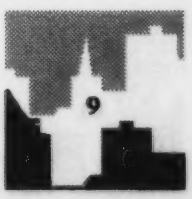
A homebuyer could enter into an agreement with a non-occupant investor in which the buyer trades away a **portion** of the future price appreciation of the home in return for an interest rate buy-down for all or part of the downpayment. A non-occupant investor might agree to buy a reduction of (say) 2 percentage points in the mortgage interest rate, in return for 50 percent of the pro rata increase in the price of the home.[7] Alternatively, a non-occupant investor could provide all or a portion of the downpayment in return for a share of the anticipated price appreciation and perhaps other considerations.

Canadian Home Equity Limited (CHEL) has proposed that a prospective homeowner, an investor and CHEL participate in an ESL arrangement designed to improve accessibility of households with adequate income to purchase a home, but no downpayment. The investor – not the buyer – makes the downpayment, CHEL arranges the mortgage, the homebuyer

[5] For example, MBS could be organized as derivative pass-through structures in which mortgage payments are made to investors holding tranches representing securities that differ by maturity, such that all principal payments and prepayments are directed, in sequence, to the shortest maturity class until that class is paid off. Such innovations, in theory, should lower mortgage rates, by ensuring that risks are borne by investors at the lowest price. These derivative pass-through securities, in theory, could facilitate the issuance of longer-term mortgages, by targeting prepayment risk to those investors who are most willing to bear it.

[6] In Canada, unlike the United States, MBS are **not** needed to ensure a balance of the demand and supply for funds in different geographic markets, since many Canadian lenders serve the national market.

[7] Consider, for example, the case in which the third party buys down the mortgage rate. Suppose that all houses appreciate at the same rate as inflation, which is **known** to be 5 percent. Suppose, as well, that the prevailing mortgage rate is equal to 14 percent. In a competitive market, a third party could buy down the mortgage rate by 2 1/2 percent in return for 50 percent of the (pro rata) capital gain. The third party could buy down the mortgage rate by 5 percent in return for 100 percent of the (pro rata) capital gain. The borrower would pay a reduced mortgage rate of 11.5 or 9 percent, as appropriate.



makes monthly payments to CHEL in **excess** of the required mortgage payments, and these excess payments are divided equally between the investor and CHEL. The homebuyer, CHEL and the investor share in the capital appreciation of the home, and the homebuyer has the option to buy the home (and refinance the purchase) at a price determined by a known formula. In its present form, young professionals would appear to be the natural target group for the CHEL initiative.

Pros

If a non-occupant investor buys down the mortgage rate or finances the downpayment, accessibility will improve. Households which have saved the requisite downpayment but which could not carry a mortgage at full market rates, and households which have adequate incomes to support a mortgage but which do not have the requisite downpayment, both could benefit from this type of initiative.

Cons

The limitation from the borrower's perspective focuses on the ownership issue. Because the third party investor shares in the anticipated capital gain, the investment rationale for ownership is compromised. This is especially important since the capital gain on a principal residence is free of tax. By transferring the proprietary rights to a portion of the anticipated capital gain to the third party (for whom the gain is presumably taxed), the tax advantage accorded the principal residence is significantly reduced. There may, in addition, be a moral hazard problem: to the extent that the owner receives only part of any capital gain, he/she may devote less effort to maintaining the dwelling, or to obtaining the best possible price in the event of sale. These considerations would be ameliorated, but not eliminated, if the owner anticipates that he/she would exercise an option to buy out the third party interests at some point in the future. In addition, as evidenced by the proposal advanced by CHEL, there may be additional intermediation costs as a result of the role played by CHEL vis-a-vis the homebuyer, the investor, and the mortgage lender.

IV Initiative: Promote New Mortgage Instruments

1. Adjustable Rate Mortgage (ARM)

With an ARM, a homebuyer takes on mortgage debt with a floating rate. To protect against the possibility of an excessive rise in required mortgage payments as the result of a sharp rise in market interest rates, the ARM can contain an annual interest rate cap of (say) 2 percent and a lifetime cap of (say) 6 percent. (There may, in addition, be annual and lifetime floors on the size of any interest rate reduction.)

It is important to recognize that the ARM simply "repackages" interest rate risk, and does not reduce it. Suppose, for the sake of argument, that an ARM is introduced with **no** annual lifetime cap (or floor). Then, **on average**, the interest rate on the ARM will be **less** than the interest rate on a fixed rate mortgage. This is **solely** due to the fact that the term structure of interest rates, **on average**, is upward sloping: that is, investors require a higher interest rate, other things equal, the longer is the term to maturity of the debt instrument. At certain times, such as the present, the term structure is **negatively** sloped: short-term rates **exceed** longer-term rates. At such times, the ARM would carry an interest rate in **excess** of the interest rate on a fixed-term mortgage. (The ARM is, in effect, an "instant term" mortgage.)

If annual and lifetime caps on the size of any interest rate increase are added to the ARM, the lender would need to be compensated. Through competitive forces, the premium added to the interest rate on a pure ARM would equal the amortized value of the options implicit in the annual and lifetime caps. (The development of pricing formulas for such options has become increasingly popular in recent years!) The homebuyer, in effect, pays the market price for insuring against catastrophic increases in the mortgage rate.[8] If the ARM includes annual and lifetime floors, the lender would **compensate** the borrower. The appropriate compensation would, again, be the amortized cost of the corresponding options, adjusted downward for the value of any prepayment privileges which remain with the borrower.

If the ARM contains symmetric floors and caps, it is likely that the interest rate would be higher than the interest rate on a pure ARM. In effect, the options with respect to rate increases are likely to be more valuable than the options with respect to rate decreases. If the ARM contains only caps, this would undoubtedly be the case. In any event, the borrower bears the risk of any interest rate changes that occur within the unprotected range. It is the willingness of the borrower to bear this risk that, in effect, provides the potential cost savings relative to a fixed rate mortgage. Again, there is no "free lunch" in an efficient capital market.

In theory, there is reason to believe that the ARM could meet the preferences of **some** borrowers. Variable rate mortgages (VRM) are eligible for NHA insurance, and the ARM is simply a variant of the VRM. From this perspective, the relevant question – again – is why the market has not innovated in this direction. There is certainly no

[8] If mortgage rate insurance were sold in competitive markets, with the same protections offered by the caps in the ARM, the insurance premium would equal the amortized price of the indicated options.

reason to **discourage** ARM's as a matter of public policy. However, it is not clear how much is gained by the borrower as the result of this repackaging of risk.

There are, of course, other mortgage designs that might – in theory – prove attractive to potential borrowers. To reduce the uncertainty regarding the future path of nominal interest rates, for example, the "average interest rate mortgage" or AIRM may merit consideration. Instead of taking out a $100,000 mortgage over 5 years, the borrower would take out a $20,000 one-year mortgage at the one-year rate, a $20,000 mortgage at the 2-year rate, and so on. The result would be to smooth the impact of volatile interest rates on the required stream of mortgage payments.

2. Index-Linked Mortgage (ILM)

ILM's were introduced into the Canadian capital market by CMHC to finance Co-operative Housing on a 5-year trial basis in 1985. ILM's bear a real interest rate that is fixed over the 30 to 35 year life of the mortgage, and provide for payments to rise over time at the inflation rate less 2 percent (i.e., have **a real** downward tilt of 2 percent per year). The book value of principal plus accrued interest is insured by CMHC.

The ILM has two major advantages relative to other mortgage instruments. First, because the **real** interest rate is set in advance, inflation risk is **eliminated**. This eliminates any windfall gains by one party at the expense of the other. Second, the inflation adjustment – all or in part – can be capitalized into the principal, to alleviate the "tilt" problem (and thus the initial pressure on the G.D.S. ratio) of the traditional mortgage in an inflationary climate. (In view of the fact that individual house price increases and the overall inflation rate are not highly correlated in the short-run, less than full capitalization of the inflation adjustment is presumably required to contain the risk to the lender.)

Since their inception, ILM's have been issued at real interest rates that have ranged from a low of 4.6 percent to a high of 5.5 percent. These real interest rates are higher than 4.0 to 4.5 percent, which was the initial target range for the programme. Two points merit note. First, the observed real interest rates have been higher than anticipated, but so have the **implicit** real interest rates on traditional mortgage instruments. Second, the experimental nature of the initial ILM programme, together with a readily identifiable set of limitations, has served to limit the attractiveness of ILM's to the investing community. In turn, this has served to limit the extent to which the real rates on ILM's can fall relative to the **implicit** real rates on competing mortgages and debt instruments.

Between 1986 and 1989, the implicit real interest rate on 5-year conventional mortgages averaged 7.11 percent (Table 1). At present, the implicit real interest rate on 5-year conventional mortgages is about 10 percent. This is far above the real interest rate on the most recent ILM, which is 5.5 percent. Five-year conventional mortgages and ILM's are, of course, quite distinct instruments, and the implicit real interest rate on the former may be imprecisely measured. Nonetheless, the above comparisons **are** suggestive of the significant cost savings that can be anticipated on ILM's relative to traditional mortgage instruments.

ILM's were introduced on an experimental basis, for five years, in 1985. The very fact that the programme is experimental creates uncertainty, which may be especially detrimental in light of the complexity of the instrument and the concern of potential investors about the future liquidity of ILM's. To date, about $900 million in ILM's have been issued. This is not large compared to the volume of funds that a single large pension fund would need to place in a given year. Equally important, because ILM's are project-specific, the timing and size of the issues are not regular-

ized. However, a large and regular product flow may be necessary if more (and larger) investors are to be enticed into the market.

Pros

In principle, there are substantial cost savings associated with the use of an ILM compared to a traditional mortgage. In addition, by capitalizing a portion of the inflation adjustment, the stream of mortgage payments under an ILM can be structured to rise over time, thus relieving pressure on the G.D.S. ratio.

Cons

The ILM is a quite novel instrument that requires the education of both borrower and lender alike. It is not clear that individual homebuyers would be comfortable taking out an ILM. To the extent that the anticipated cost saving with an ILM can be increased, their potential appeal will obviously rise. From a lender perspective, the capitalization of (a portion of) the inflation component represents an increase in risk. If this portion is fairly modest, however, the additional risk should prove manageable.

3. Mortgages with Renewal Protection

In October 1979, the Federal Reserve Board in the United States decided to de-emphasize its traditional concern with the stability of interest rates. As a consequence, interest rates in the United States have become much more volatile, and this volatility has – through international linkages – been transferred to the Canadian capital and money markets.

Potential homebuyers in Canada have thus become, through no choice of their own, speculators on the future course of interest rates. A particular concern to homebuyers is the possibility that interest rates might be substantially higher on their mortgage renewal dates. Those who are lucky, and find that the renewal has declined, are envied by those who find the opposite.

There are two broad solutions to this problem. In the first, the size of any interest rate increase at the renewal date is capped, by an explicit agreement with the mortgage lender. In the second, there is no cap on any interest rate increase, but deferral (of interest) provisions are included in the mortgage contract in order to protect the borrower from too large an increase in mortgage payments.

Pros

Prospective buyers may be attracted to the possibility of insuring against an extraordinary increase in mortgage rates at their renewal dates. However, if this risk is to be shifted (say) to mortgage lenders, lenders will require appropriate compensation.[9] In effect, interest rates on mortgages which contain the renewal cap would be higher, other things equal, to compensate for this risk-shifting. If market rates are, indeed, quite volatile, this option will have considerable value, and the interest rate premium could be significant.

The potential contribution of mortgages with deferral provisions in the event of sharp interest rate increases is also apparent. Since there is no cap on the interest rate, there is no shifting of interest rate risk and

[9] To insulate themselves from this risk, traditional mortgage lenders would need to attract deposits with the same characteristics; that is, a fixed interest rate for a designated term, and to-be-arranged interest rate subject to a cap for an additional term. The interest rate premium required to attract depositors would be reflected, in turn, in the premium built into the mortgage rate. It is possible that financial intermediaries would be unable to attract such deposits. A more likely response would be for mortgages with a renewal cap to be packaged into mortgage-backed securities and sold directly to investors. The actual mortgage instrument could take the form, for example, of a mortgage with a fixed rate for 5 years and a floating rate for 5 additional years, with the latter rate subject to the indicated cap.

hence no premium required in the mortgage rate. So long as the deferral provisions did not raise the loan-to-value ratio to an unacceptably high level, lenders would not need to concern themselves with the additional default risk. Alternatively, CMHC could insure under the National Housing Act mortgages which contained "standard" deferral provisions.

Cons

The mortgage rate premium necessary to compensate the lender for capping any increase in the mortgage rate might serve as a deterrent to many – if not most – borrowers. Since the income of the typical borrower is likely to have increased between the initial date and the renewal date of the mortgage, it is likely that a ceiling of (say) 2 or 3 percent on the interest rate increase would prove satisfactory to most borrowers. The larger is the "deductible", the smaller would be the size of the required premium for risk-shifting. One should note, however, that the response to the Mortgage Rate Protection Program has been less than overwhelming. The apparent lack of enthusiasm may suggest that borrowers are not prepared to pay the market price of shifting interest rate risk to a third party.

A similar comment applies to the mortgage with an interest deferral option. In theory, this type of mortgage could be offered by a traditional mortgage lender, if there were adequate demand. Lenders may be concerned about default risk if a significant portion of interest payments are deferred. In this context, one should note that a period of unexpectedly high interest rates may coincide with a period of pronounced weakness in the housing market.

V Initiative: Alternative Housing Finance Systems

1. Separate the Mortgage Market from the Capital Market at Large

At present, the mortgage market in Canada is a fully integrated part of an efficient capital market. To an economist, this is a desired result. It ensures, at each point in time, that savings flows are allocated to their most productive ends, as evidenced by market interest rates. There is, however, an unfortunate byproduct. Since housing markets are quite sensitive to interest rate movements, the impact of a sharp increase in market interest rates is likely to fall disproportionately on the housing sector. If stability in the housing sector is made an **independent objective** of policy, then initiatives designed to insulate the mortgage market from developments in the capital market at large are worth exploring.

The insulation of the mortgage market from the effects of monetary policy would require the creation of a separate and distinct mortgage instrument, perhaps delivered through a separate and distinct institution.

In Canada, the most likely form for such an innovation would be a savings-lending contract, in which the prospective homebuyer would agree to make periodic deposits, earn a specified and beneath-market rate of interest, and then be eligible for a mortgage at beneath-market rates from the deposit-taking institution.

Frank Oberle, in **Reviving the Canadian Dream**, proposes the creation of a savings-mortgage arrangement in which prospective homebuyers would deposit specified annual amounts over a period of 5 to 7 years, would earn **less** than the full market interest rates, and would then be eligible for a beneath-market mortgage rate from the deposit-taking institution. The deposits would be tax deductible, would accumulate free of tax, and would incur no tax liability if applied to the purchase of a principal residence.

Fund-A-Home International Inc. in Alberta has set forth a proposal based on the Bausparkassen system in West Germany. In essence, participants would make monthly deposits for four years, and earn interest at a rate of 3 percent. After four years, participants would receive their accumulated funds, **plus** a matching amount from the lender. The latter would bear a beneath-market interest rate as well, at 5 percent, and would be repaid over 7 years.[10]

Clearly, a financial institution could offer a contractual savings and loan programme similar to that proposed by Fund-A-Home. The participant would earn a beneath-market deposit rate, and the present value of this rate reduction would be mirrored in the beneath-market loan (mortgage) rate. Because the present value of the two interest rate reductions would be equal, there would be no (gross-of-tax) advantage to the participant. Mortgage or loan payments would be lower, but so would the interest income earned on the accumulating deposits. There is, however, an **implicit** tax subsidy. The participant would pay a reduced tax burden, to reflect the lower interest earnings on the deposit. Since the interest payments on the (beneath-market) mortgage rate are **not** tax deductible, the net result is a tax savings for the participant.[11]

[10] I have not verified whether the interest rates proposed by Fund-A-Home are viable, in the sense that the present values of the two interest rate reductions are equal. The Bausparkassen system in West Germany, which focuses on savings-lending contracts at beneath-market rates, is directly subsidized by the government, so no equality of present values is required for programme stability. The subsidized savings contracts can be purchased by the parents and grandparents of prospective homebuyers, as well as by the homebuyers themselves.

[11] This type of savings and mortgage contract, while achieving the goal of insulation, would impede the allocative function of the capital market in the following way. Suppose, for example, that the contractual deposit rate is equal to 3 percent for 4 years, and the loan rate is set at 5 percent for the ensuing 7 years. The programme is mature, so that the financial institution is paying interest on deposits while it is simultaneously earning interest on mortgage loans. Suppose that there is a sharp rise in market rates of interest. Since the mortgage rate under this programme is unaffected, funds flow through the intermediary to the mortgage borrowers, who face no incentive to curtail their demand for funds. In this sense, stability is achieved. Yet the uninterrupted flow of funds into the contractual mortgages, at a time when market interest rates have risen, indicates that financial capital – and ultimately real resources – are not being allocated to their most productive use. The latter requires that, at each point in time, financial capital is allocated to that activity which offers the highest perspective return for each level of risk.

Finally, there exists the possibility of promoting new, co-operative financial intermediaries, which would pay beneath-market rates on deposits and charge beneath-market rates on mortgage loans. As noted, this arrangement could provide some tax savings, and (possibly) some savings from a reduction in intermediation fees. Leaving aside a number of practical concerns (such as the issue of solvency regulation), it seems unlikely that such institutions would prosper, given the myriad of ways in which individuals can earn market rates of interest on their savings, unless depositors had a contractual right to a future loan at beneath-market rates. If so, the savings-loan contract would render this initiative similar to the one discussed previously.

2. Stand-Alone System of Contract Savings

Insulating the system of mortgage finance from the effects of monetary policy is likely to involve savings and mortgage loan contracts, as described in the previous section.

As an independent initiative, there exists the possibility of promoting contract savings arrangements designed to facilitate the task of accumulating funds for a downpayment. Many have **lauded** the "forced savings" element of a mortgage loan, as a means of imposing discipline on the savings habit. Many non-owners might benefit, in a similar fashion, from discipline **imposed** on their saving, targeted for a downpayment. Financial institutions, for example, might offer special deposit accounts for non-owners, and perhaps arrange for the direct deduction of monthly contributions from the depositors' paycheques. Financial institutions might offer special rates on these accounts, or promise mortgage loans at (slightly) beneath-market rates if the proceeds are used to fund a downpayment.

I leave this issue open to discussion.

3. Federal Government Issuance of Long-term Bonds to Finance Mortgages

If the federal government, with its risk-free credit rating, were to borrow long-term funds and then re-lend these funds in the mortgage market, there would be scope for cost savings. The interest rate on these mortgages relative to the interest rate paid by the government could be set so as to recover the related servicing, administrative, and underwriting costs. The net result would be a reduction in mortgage rates relative to those charged by commercial lenders, but not by so dramatic an amount as suggested by the interest rates on long-term Government of Canada bonds **per se**. In essence, the cost savings would reflect the fact that there would be no normal rate of return to invested capital when the government raises funds directly. For a commercial lender, this normal rate of return would constitute an additional wedge between the borrowing and lending rates.

To the extent that mortgage rates were reduced, this initiative would have an obvious attraction.

The concerns would be as follows:

(1) If the federal government were to raise funds in significant amounts for this purpose, would the interest rate on **all** new debt issues rise and thus increase the cost of "traditional" government borrowing?

(2) If the mortgage rates were beneath the levels set by commercial lenders, how would these mortgages be rationed? For example, to all first-time buyers? To a limited number of first-time buyers and, if so, on what priority basis?

VI Initiative: Land-Leasing and Lease-To-Purchase Arrangements

Under land-leasing, a homebuyer purchases the house but leases the land. The homebuyer may, in addition, retain an option to buy the land at its market value at the expiration of the lease. Land-leasing serves to lower the overall purchase price, and hence lowers the initial downpayment and/or the initial monthly mortgage payment. In this sense, land-leasing arrangements could serve to promote accessibility.

There are two key questions: (1) the extent to which land-leasing will serve to lower the overall purchase price; and (2) the attractiveness to Canadian homebuyers of land-leasing arrangements, especially in light of the traditional investment motive underlying home ownership.

There are many possible leasehold arrangements.[12] To illustrate the cost savings **per se** (i.e., the present value of any reduced payments), rather than the potential for rearranging the time path of payments, it is useful to focus on the following example. The homebuyer rents the land at a predetermined fixed rent, has an option to buy the land at market value upon the expiration of the lease, and prepays the lease in full at the date of purchase of the home. The predetermined rent is set at **market** rates, and thus contains no subsidy. In this example, the cost saving that arises from the land-leasing arrangement is simply equal to the reversionary interest in the land. This, in turn, is equal to the present value of the anticipated price of the land at the date of the expiry of the lease. If the price of the land is assumed to remain constant in real terms, its present value at the expiry date is equal to its current price discounted by the real rate of interest.

The reversionary interest in the land, which represents the true cost savings, is determined (in the above example) solely by (1) the length of the lease and (2) the real interest rate. The initial savings, expressed as a percentage of the value of the land, of a leasehold arrangement for a variety of real interest rates and lease lengths is set out below:

Length of Lease	Real Interest Rate 2%	4%	6%
50 years	37.2%	14.1%	5.4%
75 years	22.6%	5.3%	1.3%
100 years	13.8%	2.0%	0.0%

The cost savings are relatively modest. If a (low) real interest rate of 2 percent is used as the discount rate, and if the term of the lease is 50 years[13], then the leasehold arrangement is 37.2 percent **less** expensive than outright purchase of the land. If the purchase price of the land is equal to 50 percent of the combined price of the home and the land, which is typical in high-cost areas, this initial savings translates into 18.6 percent (i.e., .5 times 37.2 percent) of the overall purchase price. Other examples, based on the figures in the above table, are readily developed. For a given ratio of the land price to the total price, all yield a **lower** estimate of the cost savings as a fraction of the total purchase price.[14]

Individuals have two motives when purchasing a home: (1) to consume the housing services so provided, and (2) to invest in the ownership market. The leasehold arrangement, as noted, could be structured to provide the lessee with the option to buy the land at the expiry of the lease. Nonetheless,

[12] For numerical examples of alternative arrangements and the initial cost savings associated with each, see S.W. Hamilton, **Residential Leasehold Estates**, Draft Report prepared for Canada Mortgage and Housing Corporation, May 1990.

[13] If the initial term of the lease were less than, say, 50 years, lenders might be reluctant to extend mortgage financing. In the United States, for example, the minimum duration of a lease to be eligible for F.H.A. mortgages is 55 years.

[14] If lenders are willing to grant mortgage loans on leasehold arrangements (with prepaid leases) on the same terms as ownership in fee simple, then the cost savings indentified above could be realized **either** in the form of a reduced downpayment and/or a lower G.D.S. ratio. If the lease were **not** prepaid, but the predetermined path of rents were the same, the **present value** of the cost savings associated with the leasehold arrangement would be unchanged. The cash flow implication would, of course, differ. If the financing for the prepaid lease is with a traditional mortgage, the payments will be fixed until the maturity date. The annual lease payments, on the other hand, might well be structured to rise over time. In this case, the **initial** payments (mortgage plus lease) required under the annual payment lease would be **less** than those under the prepaid lease. Assuming, for simplicity, that interest rates remain the same when the mortgage is renewed, the total payments under the annual payment lease would eventually exceed those required under the terms of the prepaid lease.

and especially in light of the traditional investment motive for ownership, there remains the question of whether Canadians in large numbers would be attracted to the leasehold concept. I have no basis for disagreeing with the conclusion of S.W. Hamilton, who writes (page 105):

> *The desire for fee simple ownership and the institutional arrangements that support such desires are strong in Canada. Residential leaseholds are not likely to make major inroads and should, therefore, be used in specialized situations.*

The situation in which the federal government releases its own land for moderate income housing might offer the most promising venue for leasing or lease-to-buy arrangements.

In 1967, the Government of Ontario – through its Home Ownership Made Easy (HOME) programme – assisted middle-income buyers to purchase homes. The province did so by making lots available from its land banks. The typical purchase arrangements involved a 50 year lease, with payments linked to the book value of the land. The HOME programme, modified several times prior to its termination in 1978, serves to highlight a number of issues. These include: (1) the necessity, for political reasons, of ensuring that homeowners, who have the option to purchase their lots, do not reap "unfair" profits by purchasing them at beneath-market prices; and (2) the lending standards (e.g., loan-to-value ratios) applied by commercial lenders to leasehold projects.

Land-leasing arrangements, from government land banks, could presumably be useful for non-profit housing. I do not pursue this issue further, since the focus of this paper is on improved accessibility to the ownership market.

VII A Personal Reflection

In my opinion, the following initiatives are the most attractive:

(1) promote securitization (mortgage-backed securities), to reap the benefits of **both** lower mortgage rates and mortgage innovation;
(2) promote the potential advantages of the average interest rate mortgage (AIRM);
(3) explore the mechanics of allowing first-time buyers to use RRSP funds for downpayments; and
(4) explore the applicability to the home-ownership market of ILM's.

The discussions of items (1) and (2) in the text are fairly complete. I offer the following additional comments regarding items (3) and (4).

The RRSP Proposal

The following would appear to be required if this proposal is to be made workable:

(1) To satisfy the risk-return criteria for a prudent investor, so that a parallel initiative for employer-sponsored pension plans is feasible, the DPM would have to be insured.
(2) To contain the insurance risk, the DPM should be backed by a conventional downpayment of 5 percent.
(3) To limit the scope for self-dealing, the interest rate on the DPM should be set equal to (say) the second mortgage rate at the financial institution that administers the DPM.
(4) To limit the scope for strategic behaviour, and to contain the costs of any implicit subsidies, there should be (i) a ceiling of (say) $20,000 on the maximum DPM and (ii) a requirement that funds be held in an RRSP for (say) 12 months before being eligible for use in a DPM.
(5) To identify the potential demand for DPM's, determine (i) the size of the target population (substantial RRSP saving; relatively modest non-RRSP assets) and (ii) the attractiveness to potential homebuyers of the deferral (full capitalization) of all interest payments.
(6) To reduce the risks borne by the insurer of the DPM, do **not** limit the insurer's collateral to the pro rata share of the value of the home. Rather, set the insurer's collateral equal to the market value of the home **net** of the first mortgage obligations.
(7) Review the "triggering" mechanisms for the DPM, with particular attention to the cases where (i) the home is sold and there is a potential claim on the insurer and (ii) the homeowner attains age 71 and the DPM becomes due.

ILM's

The following steps should help realize the potential cost savings of ILM's:

(1) make a long-term commitment to ILM's under the National Housing Act;
(2) regularize and increase the size of the product flow (by expanding to encompass other NHA projects);
(3) simplify the instrument; and
(4) promote securitization.

The latter, in my opinion, is particularly important. Presumably, this would require a timely payment guarantee. A timely payment guarantee, in any event, would enhance the attractiveness of ILM's to many pension plan sponsors.

TABLE 1

HISTORICAL INTEREST RATE AND INFLATION DATA, 1954-1987

	NOMINAL INTEREST RATES		REAL INTEREST RATES[b]		
	5-year conventional mortgage	90-day paper	Inflation[a]	5-year conventional mortgage	90-day paper
1954	6.01	–	0.62	5.39	–
1955	5.88	–	0.15	5.73	–
1956	6.22	3.73	1.49	4.73	2.24
1957	6.85	5.25	3.14	3.71	2.11
1958	6.80	3.16	2.60	4.20	0.56
1959	6.97	5.18	1.14	5.83	4.03
1960	7.18	4.00	1.26	5.91	2.73
1961	7.00	3.37	0.96	6.04	2.41
1962	6.97	4.38	1.21	5.76	3.17
1963	6.97	4.01	1.66	5.31	2.34
1964	6.96	4.20	1.82	5.15	2.38
1965	7.02	5.02	2.46	4.56	2.56
1966	7.66	6.27	3.73	3.93	2.54
1967	8.07	5.84	3.64	4.42	2.20
1968	9.07	6.83	4.02	5.05	2.81
1969	9.83	7.85	4.50	5.34	3.35
1970	10.44	7.34	3.38	7.07	3.96
1971	9.43	4.51	2.80	6.63	1.71
1972	9.21	5.10	4.82	4.39	0.28
1973	9.59	7.45	7.61	1.98	-0.16
1974	11.24	10.50	10.89	0.34	-0.38
1975	11.43	7.94	10.78	0.64	-2.85
1976	11.78	9.17	7.51	4.27	1.66
1977	10.36	7.47	8.01	2.35	-0.53
1978	10.59	8.83	8.90	1.70	-0.66
1979	11.98	12.07	9.15	2.82	2.91
1980	14.32	13.15	10.17	4.14	2.98
1981	18.15	18.33	12.47	5.68	5.87
1982	17.89	14.15	10.79	7.09	3.36
1983	13.29	9.45	5.81	7.48	3.63
1984	13.58	11.19	4.40	9.18	6.79
1985	12.04	9.56	4.00	8.04	5.56
1986	11.20	9.16	4.10	7.10	5.06
1987	11.17	8.39	4.40	6.77	3.99
1988	11.65	9.65	4.1	7.55	5.55
1989	12.05	12.20	5.0	7.05	7.20
1990	14.25	13.71	4.2	10.05	9.51

Source: Bank of Canada *Review*, various issues.

Notes: a. Inflation is measured by the year-over-year percentage change in the average level of consumer price index in each year.

b. Real interest rate is calculated simply as the difference between the nominal interest rate and the rate of inflation in that year.

TABLE 2

LOAN-TO-VALUE RATIOS. LOANS APPROVED UNDER THE NATIONAL HOUSING ACT, 1977-1987

NEW HOUSING

Loan-to-Value Ratio	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
0-75.0	9.1	6.1	6.0	9.2	23.5	22.7	15.7	16.3	9.7	7.0	8.6	8.8	11.2
75.1-80.0	3.6	2.9	4.7	3.5	6.0	7.5	7.6	7.9	6.0	5.6	5.1	6.6	7.9
80.1-85.0	5.0	4.4	6.4	9.5	13.3	16.9	19.0	15.7	15.5	16.4	14.4	14.7	16.9
85.1-90.0	7.5	8.2	22.9	29.4	18.6	38.0	56.7	57.1	67.6	70.6	71.4	69.7	62.3
90.1-95.0	72.0	76.4	58.5	47.4	37.0	13.9	0.6	2.1	0.9	0.3	0.4	0.2	1.7
95.1 +	2.8	2.0	1.5	1.0	1.6	1.0	0.4	0.9	0.3	0.1	0.1	-	-
Total	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

EXISTING HOUSING

Loan-to-Value Ratio	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
0-75.0	15.4	13.4	13.5	8.4	11.7	16.8	9.1	7.0	5.5	5.4	7.2	6.2	8.3
75.1-80.0	6.6	5.1	5.2	5.3	6.2	11.9	6.4	5.4	4.5	4.1	4.6	5.1	5.4
80.1-85.0	9.9	8.2	8.5	10.1	12.1	22.4	16.0	15.1	14.5	13.8	12.1	12.5	14.3
85.1-90.0	18.2	16.3	19.9	24.1	24.5	35.2	68.0	71.4	75.2	76.6	75.9	76.1	70.0
90.1-95.0	49.6	56.5	52.6	51.8	44.4	12.6	0.4	0.8	0.2	0.1	0.1	0.1	2.0
95.1 +	0.3	0.5	0.3	0.3	1.1	1.1	0.1	0.3	0.1	-	0.1	-	-
Total	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

Source: CMHC, *Canadian Housing Statistics.*

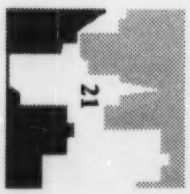
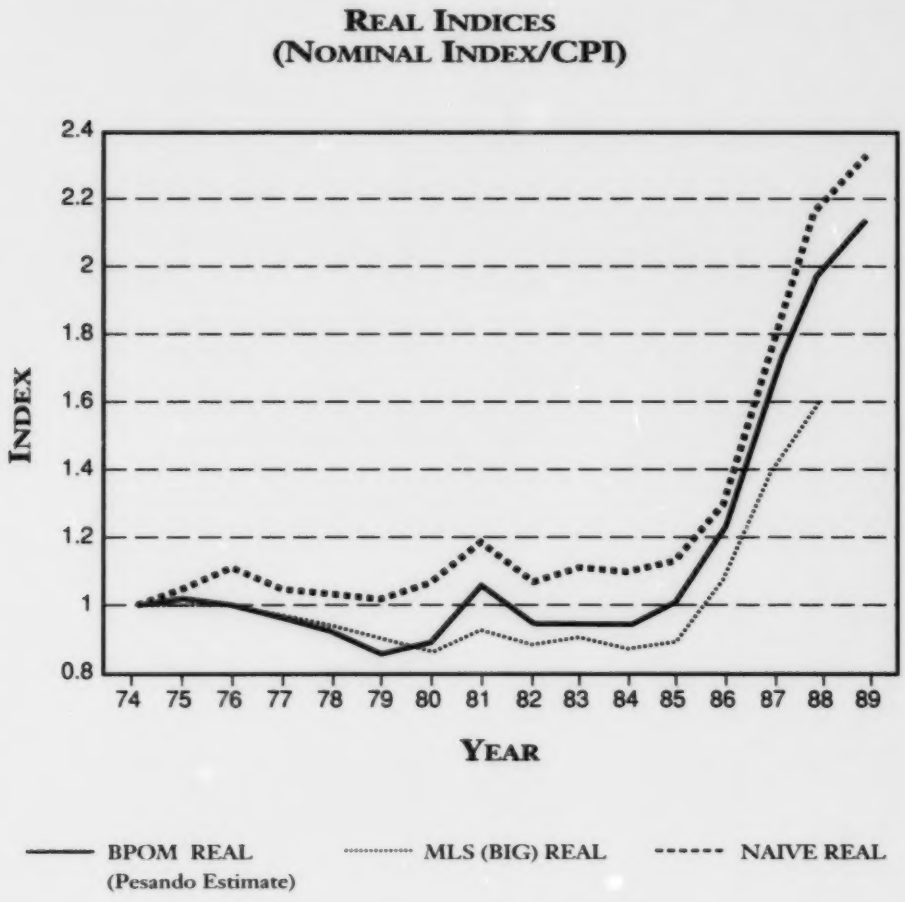


FIGURE 1

ALTERNATIVE INDEXES OF REAL HOUSE PRICES IN CENTRAL TORONTO



Nouvelles idées en matière de financement de l'habitation : faisabilité et mise en pratique

Conférence canadienne sur le financement de l'habitation

Canadian Housing Finance Conference

NOUVELLES IDÉES EN MATIÈRE DE FINANCEMENT DE L'HABITATION AU CANADA : FAISABILITÉ ET MISE EN PRATIQUE

AUTEUR

James E. Pesando*

***Professeur d'économie et directeur de l'Institute for Policy Analysis de l'Université de Toronto. Le présent document est un document d'information pour la Conférence canadienne sur le financement de l'habitation qui aura lieu à l'hôtel King Edward de Toronto le 31 octobre et le 1er novembre 1990.**

Les opinions exprimées ici sont celles de l'auteur et ne représentent pas celles de la Société canadienne d'hypothèques et de logement.

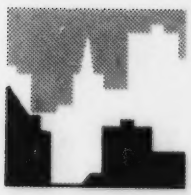


TABLE DES MATIÈRES

I LE SYSTÈME CANADIEN DE FINANCEMENT DE L'HABITATION

1. L'efficacité du marché hypothécaire
2. Les caractéristiques du marché hypothécaire d'aujourd'hui
3. Caractéristiques souhaitables du marché hypothécaire résidentiel pour les années 90

II MESURE : MODIFIER L'ASSURANCE LNH POUR PERMETTRE DES RAPPORTS PRÊT-VALEUR DE 95 %

III MESURE : ACCROÎTRE LES SOURCES DE FINANCEMENT HYPOTHÉCAIRE

1. Accès au REÉR pour les acheteurs d'une première maison
2. Accélérer le rythme de la titralisation
3. Favoriser le partage de l'avoir avec des investisseurs non occupants

IV MESURE : NOUVEAUX INSTRUMENTS HYPOTHÉCAIRES

1. Prêt hypothécaire à taux variable limité (PHTVL)
2. Prêts hypothécaires indexés (PHI)
3. Prêts hypothécaires avec protection au renouvellement

V MESURE : AUTRES SYSTÈME DE FINANCEMENT DU LOGEMENT

1. Isoler le marché hypothécaire de l'ensemble du marché des capitaux
2. Système indépendant de contrat d'épargne
3. Émission par le gouvernement fédéral d'obligations à long terme pour financer les prêts hypothécaires

VI MESURE : LOCATION FONCIÈRE ET LOCATION AVEC OPTION D'ACHAT

VII RÉFLECTION PERSONNELLE

RÉSUMÉ

1. Deux problèmes particulièrement difficiles confrontent les acheteurs éventuels de maisons dans les années 1990 :
   (1) des prix beaucoup plus élevés dans de nombreux marchés, ce qui rend les exigences minimales en matière de mise de fonds et les coûts de remboursement plus onéreux;
   (2) la fluctuation des taux d'intérêt, qui force les acheteurs à spéculer sur le mouvement des taux d'intérêt et qui crée le risque que les acheteurs ne soient exposés à des taux d'intérêt beaucoup plus élevés au moment du renouvellement hypothécaire.

   Dans le présent document, je passe en revue des propositions avancées récemment pour résoudre ces problèmes et des problèmes connexes, ce qui permettrait d'améliorer l'accès au logement.

2. Je voudrais tout d'abord souligner les **écarts** entre les diverses propositions. Par exemple, certains observateurs font valoir qu'il faut repousser l'échéance des hypothèques traditionnelles afin de permettre aux emprunteurs de geler des taux d'intérêt « faibles » plus longtemps, tandis que d'autres soutiennent qu'il faut favoriser les prêts hypothécaires à taux variable limité. Certains soutiennent qu'il faut prendre de mesures pour isoler le marché hypothécaire des marchés de l'argent et des capitaux, tandis que d'autres veulent tirer parti des forces de la concurrence dans ces mêmes marchés pour favoriser à la fois l'innovation et un meilleur accès.

3. Je passe en revue les avantages et les désavantages de **cinq** grandes mesures proposées en vue d'améliorer l'accessibilité :
   (1) modifier l'assurance LNH afin de permettre des rapports prêt- valeur de 95 %;
   (2) étendre les sources de financement hypothécaire (i) en permettant aux acheteurs d'utiliser les fonds de leur REÉR, (ii) en accélérant le rythme de la titralisation et (iii) en favorisant des dispositions de partage de la mise de fonds avec des investisseurs non occupants;
   (3) favoriser de nouveaux instruments hypothécaires, comme les prêts hypothécaires à taux variable limité (PHTVL), les prêts hypothécaires indexés (PHI) et les prêts hypothécaires assortis d'une protection au renouvellement;
   (4) concevoir une façon institutionnelle (i) d'isoler le marché hypothécaire des fluctuations du marché de l'argent et des capitaux ou (ii) de répondre aux besoins en matière de financement de l'habitation par des contrats d'épargne ou (iii) permettre au gouvernement fédéral d'emprunter au nom des Canadiens qui veulent financer une maison;
   (5) étudier la possibilité de location foncière et de la location avec option d'achat en vue de réduire les obstacles que pose le coût.

4. Pour la plupart des économistes, le marché hypothécaire du Canada est conçu comme faisant partie intégrante d'un marché efficace des capitaux. Dans un marché efficace, le risque peut être réaménagé, mais non éliminé. Il importe d'en tenir compte, notamment lorsqu'on évalue les mesures visant à protéger les acheteurs de maisons contre le risque que les taux hypothécaires ne soient beaucoup plus élevés au moment du renouvellement hypothécaire. Si, par exemple, les prêteurs hypothécaires devaient offrir aux emprunteurs l'option de prolonger le terme au taux d'intérêt original, ou de plafonner l'augmentation des taux d'intérêt, il faudrait les indemniser pour ce risque.

5. Toute mesure impliquant des subventions implicites ou explicites rend plus important le ciblage du programme et le maintien des coûts, étant donné la politique de restrictions financières annoncée par le gouvernement fédéral.

6. Chaque proposition présente des points forts et des points faibles. Il n'existe pas de panacée pour les problèmes d'accessibilité à la propriété. À mon avis, certaines mesures sont particulièrement prometteuses.

(1) Les titres hypothécaires (la titralisation) représentent le moyen le plus prometteur d'introduire de nouveaux instruments hypothécaires destinés à déplacer le risque que présente l'évolution des taux d'intérêt de l'emprunteur à un tiers, à un coût minimal pour l'emprunteur. Les options possibles comprennent notamment un prêt hypothécaire de dix ans dont le taux d'intérêt est fixe pour cinq ans, le taux pour les cinq années suivantes restant à déterminer sous réserve d'un plafond (par exemple) de 2 % de plus que le taux original. (Tout dernièrement, Royal Trustco Ltd. a lancé un prêt hypothécaire de 10 ans, pleinement ouvert après 3 ans sous réserve d'une pénalité de trois mois d'intérêt. Ce prêt hypothécaire, qui constitue une innovation importante, sera financé par l'émission de titres hypothécaires garantis aux termes de la Loi nationale sur l'habitation.)

(2) Permettre aux acheteurs d'une première maison d'utiliser leur REÉR pour la mise de fonds améliorerait l'accessibilité; cette mesure est tout à fait attrayante du point de vue de la politique du logement. Toutefois, il faudra d'abord régler les problèmes que pose la sécurité du revenu de l'épargne-retraite enregistrée et le traitement parallèle des détenteurs de REÉR et des membres de régimes de pensions offerts par l'employeur.

(3) Pour réduire l'incertitude en ce qui concerne l'évolution future des taux d'intérêt nominaux, on pourrait peut-être songer aux prêts hypothécaires à renouvellement étalé ou PHRE. Au lieu de contracter un emprunt hypothécaire de 100 00 $ sur cinq ans, l'emprunteur contracterait un prêt hypothécaire de 20 000 $ pour un an au taux d'un an, un prêt de 20 0900 $ au taux de deux ans, et ainsi de suite. Cette technique permettrait de lisser l'effet de la fluctuation des taux d'intérêt sur les mensualités.

(4) Les PHI peuvent réduire le risque, d'où une économie d'intérêts pour l'emprunteur. Les taux d'intérêt réels (implicites) exceptionnellement élevés des instruments en concurrence, le flux restreint et inégal du produit et l'absence de garantie de la ponctualité des paiements ont jusqu'ici restreint la réussite des PHI. On ne sait si les particuliers emprunteurs seraient attirés par les PHI, mais cela serait plus probable si le programme actuel était amélioré dans le sens d'une plus grande économie de coûts.

I LE SYSTÈME CANADIEN DE FINANCEMENT DE L'HABITATION

1. L'EFFICACITÉ DU MARCHÉ HYPOTHÉCAIRE

Avec le temps, poussé par les mesures gouvernementales et le déréglementation[1], le marché hypothécaire est devenu une partie intégrante du marché canadien des capitaux. La plupart des observateurs estiment également que le marché des capitaux constitue un mécanisme efficace pour la répartition du capital financier. La concurrence entre les prêteurs hypothécaires, de même que la concurrence provenant des autres modes d'investissement, signifient que le rapport rendement-risque des prêts hypothécaires se rapproche de ceux de l'ensemble du marché. Il n'en a peut-être pas été toujours ainsi, mais ce cadre semble convenir pour l'évaluation du marché hypothécaire des années 1990.

Plusieurs conséquences importantes découlent du postulat que le marché hypothécaire fait partie intégrante d'un marché efficace des capitaux.

(1) Dans un marché efficace, les emprunteurs qui représentent un risque égal obtiennent des prêts aux mêmes conditions. Lorsque le facteur risque est élevé, les emprunteurs sont assujettis à des taux d'intérêt proportionnellement plus élevés ou à des modalités plus restrictives. En outre, les emprunteurs hypothécaires ne sont collectivement ni favorisés ni défavorisés par rapport aux autres emprunteurs.

Il est également important de se rappeler que dans un marché efficace, le risque peut être réaménagé, mais non éliminé. « Il n'y a pas de cadeaux. » S'il n'y a pas de subvention gouvernementale, les emprunteurs qui demandent des prêts hypothécaires dont le rapport prêt-valeur est élevé devront payer toute augmentation du risque de défaut, qu'ils optent pour l'assurance-prêt hypothécaire (au prix du marché) ou pour des prêts hypothécaires de second ou de troisième rang comportant un taux d'intérêt plus élevé.

(2) Depuis plusieurs années, les économistes attirent l'attention sur la limitation du prêt hypothécaire à paiements égaux (PHPE) dans un climat inflationniste. Les prêts hypothécaires à paiements progressifs (PHPP) ou les prêts hypothécaires indexés (PHI), par exemple, permettent l'augmentation des mensualités nominales, ce qui permet de réduire le rapport d'amortissement brut de la dette (ABD). Compte tenu des coûts fixes qu'entraîne l'innovation au titre du produit, il se **pourrait** qu'il y ait un avantage à ce que le gouvernement prenne l'initiative d'introduire de nouveaux instruments hypothécaires, peut-être par des prêts directs.

Par ailleurs, il y a eu des innovations **substantielles** en réaction à la hausse et à la fluctuation des taux d'intérêt[2]. **S'il** existe effectivement une demande pour un produit hypothécaire à un prix **juste**, beaucoup supposent que le marché le fournira. Par exemple, tant les économistes que les preneurs de décision pourraient bien avoir surestimé la demande potentielle des emprunteurs en ce qui concerne les prêts hypothécaires à intérêts reportés. Il pourrait en être de même dans le cas de la

[1] Ces mesures comprennent notamment l'introduction de l'assurance-prêt hypothécaire en 1954, les modifications apportées en 1967 à la Loi sur les banques et celles qui ont été apportées en 1969 à la Loi sur l'intérêt.

[2] La dernière innovation, qui est nettement influencée par des facteurs démographiques, est le lancement des rentes hypothécaires dans certains marchés canadiens de l'habitation.

mesure gouvernementale visant à assurer le taux d'intérêt hypothécaire au moyen du Programme de protection des taux hypothécaires.

(3) Étant donné que le marché hypothécaire est pleinement intégré à l'ensemble du marché des capitaux, les chocs – y compris les chocs internationaux – que subissent le niveau global des taux d'intérêt ou la politique monétaire se transmettent rapidement au marché hypothécaire. Il est tout à fait impossible d'isoler le marché hypothécaire de tels chocs alors qu'il fait partie intégrante du marché canadien des capitaux. Dans un marché intégré, **tous** les taux d'intérêt évoluent ensemble, car les activités des prêteurs et des emprunteurs assurent l'égalisation des taux d'intérêt d'instruments en concurrence (après correction pour le facteur risque).

2. Les caractéristiques du marché hypothécaire d'aujourd'hui.

Les postulats suivants devraient constituer un guide plausible de l'évolution du marché hypothécaire dans un avenir prévisible :

(1) les taux d'intérêt **réels** (c.-à-d. les taux du marché nets de l'inflation) demeureront élevés;

(2) la fluctuation des taux d'intérêt se maintiendra (mais pas au même point qu'au début des années 80);

(3) les rapports prêt-valeur seront inférieurs aux niveaux enregistrés avant 1982, à moins de changement explicite de la politique gouvernementale;

(4) en raison de la hausse accusée du prix des maisons, le rapport ABD maximum demeurera un obstacle pour les acheteurs éventuels;

(5) le taux d'inflation à long terme sera en moyenne de 5 p. % ou moins pour les 10 à 15 prochaines années;

(6) dans certains marchés (surtout Toronto et Vancouver) où le prix **réel** des maisons a connu une forte hausse, les prix réels seront vulnérables à une baisse à l'avenir.

(1) Les **taux réels d'intérêt** demeurent élevés par rapport au passé, comme le prouvent les données du tableau 1. À l'heure actuelle, le taux d'intérêt réel pour les prêts hypothécaires traditionnels de cinq ans se situe aux environs de 10 %. En outre, rien ne porte à croire que les taux d'intérêt réels amorceront bientôt un retour à la moyenne historique.

(2) La fluctuation des **taux d'intérêt** restera vraisemblablement forte par rapport aux normes historiques. Le *Federal Reserve Board* des États-Unis et la Banque du Canada ne reviendront vraisemblablement pas aux politiques de lissage des taux d'intérêt appliquées avant 1979 et l'on peut prévoir que le système monétaire international subira encore des chocs.

(3) La SCHL a toujours tenté de favoriser l'accès à la propriété pour les emprunteurs admissibles en leur donnant accès à des **prêts hypothécaires d'un rapport prêt-valeur élevé**. Pourtant, la SCHL a cessé en 1982 d'assurer les prêts hypothécaires dont le rapport prêt-valeur dépassait 90 % et on signale une baisse accusée du nombre de prêts hypothécaires d'un rapport prêt-valeur très élevé (voir le tableau 2).

(4) En raison (i) du prix élevé des maisons et (ii) de la hausse des taux d'intérêt, les exigences concernant le rapport ABD empêchent de nombreux acheteurs éventuels d'assumer une dette hypothécaire.

(5) Les économistes ne peuvent évidemment pas prédire avec certitude le **taux d'inflation à long terme**. Il se dégage néanmoins un consensus selon lequel le taux d'inflation s'établira en moyenne à 5 % ou moins au cours des 10 à 15 prochaines années. Ce fait entraîne deux conséquences. Tout d'abord, s'ajoutant au niveau actuel des taux d'intérêt nominaux, il confirme que les taux hypothécaires **réels** sont effectivement élevés. Deuxièmement, si le prix des maisons augmentera vraisemblablement au taux de l'inflation, la possibilité que la plus-value garantisse les intérêts reportés est beaucoup moindre qu'elle ne l'était dans le climat hautement inflationniste des années 70.

(6) Dans certains marchés, comme Toronto et Vancouver, le prix réel des maisons a connu une forte hausse. Et bien qu'il se produise des corrections importantes (ce qui nous rappelle la volatilité des prix), les prix réels demeurent très élevés par rapport aux normes des années 70 et 80. Dans le centre de Toronto, par exemple, le prix réel des maisons n'était pas plus élevé en 1985 que pendant le boom de 1974 (figure 1). Pourtant, le prix réel des maisons a connu une hausse spectaculaire de plus de 100 % entre 1985 et 1989. Il faut considérer comme très réelle la possibilité d'une baisse, peut-être lente, du niveau **réel** des prix.

3. CARACTÉRISTIQUES SOUHAITABLES DU MARCHÉ HYPOTHÉCAIRE RÉSIDENTIEL POUR LES ANNÉES 90

Le marché hypothécaire résidentiel fait partie intégrante d'un marché efficace des capitaux. Le marché des capitaux, quant à lui, favorise l'efficacité économique en assurant que la répartition et l'établissement du prix du capital financier soient conformes aux critères de risque et de rendement. L'analyse économique propose comme objectif des politique de l'État de faciliter la concurrence entre les prêteurs hypothécaires et d'éliminer les obstacles réglementaires susceptibles d'entraver la concurrence.

II Mesure : modifier l'assurance LNH pour permettre des rapports prêt-valeur de 95 %

La proposition

Il a été proposé d'assouplir les modalités des prêts LNH pour améliorer l'accessibilité.

En particulier, la mise de fonds obligatoire serait réduite de 10 % à 5 %, c'est-à-dire que les rapports prêt-valeur pourraient passer à 95 %. Cette mesure exigerait une modeste augmentation du rapport ABD en raison de l'augmentation de la dette hypothécaire. Si les primes d'assurance pour un rapport prêt-valeur de 95 % comportent un élément de risque éventuel non financé dans le cadre du Fonds d'assurance hypothécaire, qui est autofinancé, on pourrait en réduire la portée en ciblant le programme, par exemple, aux acheteurs d'une première maison abordable, qu'on pourrait définir comme une maison dont le prix de vente serait d'au plus les deux tiers du prix moyen.

Avantages

Cette mesure améliorerait l'accessibilité, surtout pour les ménages dont les économies sont relativement modestes, mais dont le revenu permet une dette supplémentaire. On pourrait ainsi accroître le nombre d'acheteurs éventuels d'une première maison et produire une augmentation unique de la demande globale effective de logements.

Désavantages

L'idée d'offrir aux ménages marginaux des mesures incitatives pour les amener à devenir propriétaires-occupants mérite un examen critique. Ces examen est particulièrement important à l'heure actuelle, compte tenu de l'augmentation spectaculaire du prix réel des maisons dans de nombreux marchés et des tendances démographiques qui sont moins favorables au logement. Les défauts de paiement des prêts hypothécaires se produisent surtout lorsque les marchés du logement sont déjà en baisse et le «surplomb» de propriétés saisies tend à magnifier la faiblesse du marché. Il vaut la peine de tenir compte du rôle déstabilisateur des défauts hypothécaires lorsqu'on évalue les arguments qui militent en faveur de l'augmentation du rapport prêt-valeur maximum.

III MESURE : ACCROÎTRE LES SOURCES DE FINANCEMENT HYPOTHÉCAIRE

1. ACCÈS AU REÉR POUR LES ACHETEURS D'UNE PREMIÈRE MAISON

La SCHL, la Compagnie d'assurance d'hypothèques du Canada (CAHC) et l'Association canadienne de l'immeuble (ACI) ont proposé que les acheteurs d'une première maison soient effectivement autorisés à utiliser leur REÉR comme mise de fonds[3]. Les principaux éléments de la proposition de la SCHL sont les suivants :

(a) le REÉR servira pour la mise de fonds et sera garanti par un prêt hypothécaire à remboursement reporté (PHRR) administré par une institution financière;
(b) le rapport entre le prêt hypothécaire «traditionnel» et le prix d'achat ne doit pas dépasser 90 % -, de sorte que le PHRR (s'il s'agit de la seule mise de fonds) devrait représenter au moins 10 % du prix d'achat;
(c) le PHRR porterait intérêt au taux du marché, maix **sans** paiements périodiques, de sorte que les intérêts seraient pleinement capitalisés dans le principal;
(d) le principal initial et les intérêts capitalisés du PHRR seraient assurés contre les défauts de paiement; et
(e) le PHRR serait retiré à la **première** des échéances suivantes : (1) 20 ans, (2) la vente de la propriété ou (3) l'emprunteur atteint l'âge de 71 ans.

Selon la proposition de la CAHC, le REÉR serait intégré à un prêt hypothécaire traditionnel, le rapport prêt-valeur combiné ne devant pas dépasser 95 %. Le prêt du REÉR ne porterait pas non plus intérêt. Le rendement de ce prêt serait la **moindre** des deux sommes suivantes : (1) les intérêts accumulés du prêt ou (2) l'augmentation proportionnelle de la valeur de la propriété. Selon la proposition de l'ACI, le REÉR servirait également de source de financement hypothécaire. Toutefois, l'acheteur verserait des intérêts à l'égard de ce prêt (bien que les paiements d'intérêts puissent être reportés au début de deux ans). À la différence des autres propositions, celle de l'ACI ne prévoit pas que le prêt du REÉR serait assuré.

Ces deux dernières propositions permettent en somme à l'emprunteur de réaménager l'échéancier des paiements hypothécaires en utilisant les fonds de son REÉR. Même si l'on parle dans les deux cas d'un « prêt hypothécaire » du REÉR, le fait qu'on n'exige ni intérêts ni remboursement du principal permet en somme d'utiliser le REÉR comme mise de fonds.

Il existe de nombreuses variantes de cette proposition de base. Aux États-Unis, le président Bush et le Sénat étudient – dans le cadre du programme HOPE et d'une loi nationale sur le logement abordable – une proposition permettant aux particuliers d'utiliser son compte personnel de retraite (IRA) pour investir dans sa résidence principale aux termes du code fiscal américain. Le compte de retraite ou bien acquerrait une portion de la maison ou consentirait un prêt aux fins du versement initial. Dans le premier cas, le rendement pour le compte est l'augmentation proportionnelle du prix de la maison; dans le second cas, le prêt est amorti et remboursé dans un délai donné. Dans les deux cas, le maximum que l'on peut retirer du compte est de 10 000 $[4].

[3] À l'heure actuelle, l'hypothèque financée par le REÉR a surtout pour but d'améliorer le rendement sur l'investissement. Si le REÉR est investi, par exemple, dans un fonds hypothécaire plutôt que dans l'hypothèque du détenteur, il y aura des frais de gestion annuels de plus de 1 %. (À l'heure actuelle, le fonds «M» du Trust Royal perçoit des frais annuels de gestion de 1,5 %.) Une innovation récente de la FirstLine Trust Company, le «Partner Mortgage», par exemple, vise à étendre ces avantages à des particuliers dont le REÉR autogéré se chiffre à une somme plus modeste.

[4] Dans les régions où les coûts sont élevés, ce maximum peut être augmenté.

AVANTAGES

Le calcul suivant révèle nettement l'avantage éventuel; il est inspiré de l'ACI.

Supposons qu'un particulier puisse économiser 3 000 $ par année de son revenu **avant impôt** en vue d'une mise de fonds. Supposons également que son taux d'impôt fédéral et provincial s'établit à 40 % et que le taux d'intérêt du marché est de 10 %.

Si ce particulier épargne **à l'extérieur** d'un REÉR, il épargnera 1 800 $ (c.-à-d. 60 $ de 3 000 $) de ses revenus après impôt chaque année. Il percevra un intérêt après impôt de 6 %. Après cinq ans, il aura accumulé 10 150 $ en vue de la mise de fonds.

Si ce particulier épargne **à l'intérieur** d'un REÉR, il épargnera 3 000 $ par année et obtiendra le taux d'intérêt avant impôt, soit 10 %. Au bout de cinq ans, l'épargne accumulée en vue de la mise de fonds sera de 18 322 $, soit une augmentation de 8 172 $. Si ces fonds étaient utilisés pour consentir un prêt hypothécaire (substitut de la mise de fonds), ce particulier pourrait **continuer** de bénéficier du taux d'intérêt avant impôt, ce qui permettrait d'accroître les économies pour la retraite.

Si le particulier épargne à l'intérieur d'un REÉR et l'encaisse pour financer une mise de fonds conventionnelle, il disposera de 10 993 $ (c.-à-d. 60 $ de 18 322 %) en vue de l'achat de sa maison. Ceci représente une augmentation de 843 $ par rapport à l'option qui consiste à épargner à l'extérieur du REÉR.

DÉSAVANTAGES

Il est tout à fait évident qu'on améliore l'accessibilité en permettant aux acheteurs d'une première maison de financer la mise de fonds à même leur REÉR. Les principales craintes que soulève cette proposition portent sur les conséquences pour la pension et la politique fiscale, notamment :

(1) Aux termes de la Loi de l'impôt sur le revenu, la résidence principale n'est pas admissible comme investissement pour le REÉR. À moins que la Loi ne soit modifiée, les particuliers ne pourraient tout simplement pas utiliser les fonds de leur REÉR comme mise de fonds ni fixer le rendement du REÉR à l'augmentation proportionnelle du prix de la maison.

(2) Si la Loi de l'impôt sur le revenu était modifiée pour permettre d'utiliser les REÉR comme mises de fonds, il faudrait se demander si le rendement prévu du REÉR est du même ordre que le risque représenté par l'investissement. Dans le cas contraire, un fiduciaire ne pourrait approuver cet investissement.

(3) Si l'emploi du REÉR comme source de prêt hypothécaire pour sa propre maison s'avérait populaire, les membres de régimes de retraite organisés par les employeurs, **qui ne peuvent investir que des sommes restreintes dans leur REÉR en raison de leur participation au régime de l'employeur,** voudront pouvoir faire de même.

(4) Si le REÉR porte intérêt à un taux inférieur à celui du marché (pour un niveau donné de risque), il y aura perte de recettes fiscales puisque, toutes choses étant égales par ailleurs, les fonds accumulés au moment de l'achat de la rente seront moindres, d'où des mensualités imposables moins importantes. Ce facteur entre en jeu, notamment, dans la proposition de la CAHC selon laquelle le rendement est la **moindre** des deux sommes suivantes : (1) les intérêts accumulés ou (2) l'augmentation proportionnelle du prix de la maison.

(5) Sous réserve d'un maximum de 18 % des gains, les nouveaux plafonds des REÉR sont les suivants : 1990 - 7 500 $; 1991 11 500 $; 1992 - 12 500 $; 1993 - 13 500 $; 1994 - 14 500 $; 1995 - 15 500 $; 1996 - 15 500 $ (indexé à la croissance du salaire industriel moyen). En outre, les particuliers peuvent reporter jusqu'à 7 ans, à compter de 1992, les sommes non utilisées. Si l'on adopte la proposition concernant les REÉR, les planificateurs financiers conseilleront sans doute aux acheteurs d'une première maison de se servir de toutes les contributions non utilisées pour amener leur REÉR au maximum, ce qui leur permettra d'obtenir l'autohypothèque maximale.

2. Accélérer le rythme de la titralisation

En accroissant la liquidité, les titres hypothécaires permettent de réduire les taux hypothécaires pour un niveau donné de risque. En outre, ces titres permettent de favoriser l'innovation en ce qui concerne le produit hypothécaire[5]. Ces gains éventuels découlent en grande partie de la substitution des fonds des investissements aux économies de consommation comme moyen de financer les prêts hypothécaires.

À l'heure actuelle, les titres hypothécaires en circulation se chiffrent à environ 3 milliards de dollars. Proportionnellement, cette somme est de **beaucoup** inférieure au marché correspondant des États-Unis. Ceci s'explique en grande partie par le fait que les insitutions traditionnelles de prêts hypothécaires du Canada ne semblent pas très désireuses de titraliser une partie importante de leur portefeuille hypothécaire pour ensuite s'en départir. Ces institutions préfèrent jouer leur rôle traditionnel, c'est-à- dire d'attirer des dépôts, puis d'utiliser les fonds ainsi obtenus pour des prêts hypothécaires ou d'autres actifs[6]. Jusqu'ici, ces institutions ne semblaient pas intéressées par le rôle de courtiers hypothécaires.

Les avantages théoriques des titres hypothécaires ne se réaliseront vraisemblablement que si le marché fonctionne à beaucoup plus grande échelle. Sur le plan des politiques, il s'agit de savoir s'il faut faire une promotion **majeure** de ce marché. Le marché hypothécaire traditionnel du Canada pourrait-il être complété – ou même remplacé - par un recours accru aux courtiers hypothécaires qui consentiraient et administreraient des prêts hypothécaires qui seraient ensuite titralisés et vendus à des investisseurs directs? (Ceux- ci pourraient même comprendre des prêteurs traditionnels !) On atteindrait ainsi de nouvelles sources de financement (les investisseurs) et l'on faciliterait l'innovation, ce qui pourrait réduire le coût des intérêts hypothécaires et permettre de mieux adapter le produit aux besoins et aux désirs des emprunteurs. Ce sujet mérite une discussion générale.

3. Favoriser le partage de l'avoir avec des investisseurs non occupants

Proposition

L'acheteur de maison pourrait conclure une entente avec un investisseur non occupant, cédant une **portion** de la plus-value éventuelle de la maison contre une réduction du taux d'intérêt ou contre la totalité ou une partie de la mise de fonds. Par exemple, l'investisseur non occupant pourrait accepter d'acheter une réduction de deux points du taux d'intérêt hypothécaire en échange de 50 % de l'augmentation proportionnelle du prix de la maison[7]. Autre solution possible, un investisseur non occupant pourrait fournir la totalité ou une partie de la mise de fonds en échange d'une part de la plus – value prévue et peut-être d'une autre contrepartie.

Canadian Home Equity Limited (CHEL) propose une entente entre l'acheteur éventuel, un investisseur et la CHEL afin d'améliorer l'accessibilité pour les ménages qui disposent d'un revenu suffisant pour acheter une maison, mais qui n'ont pas la somme nécessaire à la mise de fonds. C'est l'investisseur - et non l'acheteur - qui effectue la mise de fonds; CHEL organise le prêt hypothécaire et l'acheteur verse à CHEL des mensualités **supérieures** aux paiements hypothécaires, l'excédent étant réparti également entre

[5] Par exemple, les versements hypothécaires pourraient être effectués à des investisseurs détenant des tranches représentant des titres à échéance différente, de sorte que tous les paiements de principal et les remboursements porteraient, dans l'ordre, sur la classe représentant la plus courte échéance, jusqu'à ce que celle-ci soit remboursée. En théorie, de telles innovations devraient faire baisser les taux hypothécaires en faisant porter le risque aux investisseurs au prix le plus bas. Ces titres dérivés pourraient, en théorie, faciliter l'émission de prêts hypothécaires à plus long terme en ciblant le risque de remboursement sur les investisseurs qui acceptent plus facilement de les assumer.

[6] Au Canada, à la différence des États-Unis, les titres hypothécaires ne sont pas nécessaires pour équilibrer la demande et l'offre de fonds dans des marchés géographiques différents, puisque bon nombre de prêteurs canadiens desservent le marché national.

[7] Posons en guise d'exemple le cas où un tiers achète une réduction du taux d'intérêt. Supposons que la valeur de toutes les maisons augmente au même rythme que l'inflation dont le taux, connu, est de 5 %. Supposons également que le taux hypothécaire normal soit de 14 %. Dans un marché concurrentiel, un tiers pourrait acheter une réduction de 2,5 % du taux d'intérêt en échange de 50 % du gain de capital (proportionnel). Ce tiers pourrait également réduire le taux hypothécaire de 5 % en échange de 100 % du gain de capital (proportionnel). L'emprunteur verserait alors un taux hypothécaire réduit de 11,5 % ou 9 %, selon le cas.

l'investisseur et la CHEL. L'acheteur, la CHEL et l'investisseur partagent la plus-value de la maison et l'acheteur a l'option d'acheter la maison (et de refinancer l'achat) à un prix calculé selon une formule connue. Sous sa forme actuelle, cette proposition de la CHEL devrait surtout intéresser les jeunes professionnels.

AVANTAGES

Si un investisseur non occupant achète une réduction du taux d'intérêt ou finance la mise de fonds, l'accessibilité sera accrue. Les ménages qui ont économisé la mise de fonds nécessaire, mais ne pourraient rembourser un prêt hypothécaire au taux du marché, de même que les ménages qui ont un revenu suffisant pour acquitter les mensualités hypothécaires, mais qui ne possèdent pas la mise de fonds nécessaire, pourraient bénéficier de cette mesure.

DÉSAVANTAGES

Du point de vue de l'emprunteur, le problème est la question de propriété. Parce que l'investisseur partage le gain de capital prévu, l'achat d'une maison représente un placement moins intéressant. Ceci est d'autant plus important que le gain en capital à l'égard de la résidence principale n'est pas imposable. En cédant les droits de propriété sur une partie du gain de capital prévu à une tierce personne (pour qui le gain est vraisemblablement imposable), on réduit considérablement l'avantage fiscal accordé à la résidence principale. Il pourrait en outre se poser un problème d'ordre moral : dans la mesure où le propriétaire ne reçoit qu'une partie du gain de capital éventuel, il se peut qu'il s'intéresse moins à l'entretien de la maison ou à obtenir le meilleur prix possible en cas de vente. Ces facteurs pourraient être amoindris, mais non éliminés, si le propriétaire prévoit exercer l'option de racheter plus tard les droits du tiers. En outre, comme on le voit d'après la proposition mise de l'avant par la CHEL, il pourrait y avoir des coûts supplémentaires de médiation en raison du rôle que jouerait la CHEL par rapport à l'acheteur, à l'investisseur et au prêteur hypothécaire.

IV MESURE : NOUVEAUX INSTRUMENTS HYPOTHÉCAIRES

1. PRÊT HYPOTHÉCAIRE À TAUX VARIABLE LIMITÉ (PHTVL)

Il s'agit d'un prêt hypothécaire à taux flottant. Pour se protéger contre la possibilité d'une hausse excessive des mensualités en raison d'une brusque augmentation des taux d'intérêt du marché, on peut prévoir un plafond annuel du taux d'intérêt, par exemple 2 %, et un plafond à vie de, par exemple, 6 %. (En outre, la réduction du taux d'intérêt peut être soumise à des planchers annuels et à vie.)

Il faut bien comprendre que le PHTVL ne fait que réaménager le risque du taux d'intérêt, sans le réduire. Supposons, par exemple, un PHTVL **sans** plafond (ni plancher) annuel ou à vie. Dans ce cas, **en moyenne**, le taux d'intérêt du PHTVL sera **inférieur** au taux d'intérêt d'un prêt hypothécaire à taux fixe. Ceci est dû **uniquement** au fait que la structure des taux d'intérêt en fonction du terme présente, en moyenne, une pente croissante, c'est-à-dire que, toutes choses étant égales par ailleurs, les investisseurs exigent un taux d'intérêt proportionné à la durée du terme. À certaines époques, comme actuellement, la structure présente une pente **négative** : les taux à court terme sont **supérieurs** aux taux à long terme. Dans ce cas, le PHTVL comporterait un taux d'intérêt **supérieur** à celui des prêts hypothécaires à terme fixe. (Le PHTVL est, en somme, un prêt hypothécaire à « terme instantané ».)

Si le taux d'intérêt du PHTVL est plafonné annuellement ou à vie, le prêteur doit être indemnisé. Par le jeu des forces de la concurrence, la prime ajoutée au taux d'intérêt d'un PHTVL pur équivaudrait à la valeur amortie des options implicites que comportent les plafonds annuels et à vie. (Depuis quelques années, on s'intéresse de plus en plus au calcul du prix de telles options !) En somme, l'acheteur paie le prix du marché pour s'assurer contre les augmentations catastrophiques du taux hypothécaire[8]. Si le PHTVL comprenait des planchers annuels et à vie, c'est le prêteur qui indemniserait l'emprunteur. Cette indemnité serait encore une fois le coût amorti des options correspondantes, ajusté à la baisse en fonction de la valeur des privilèges de remboursement conservés par l'emprunteur.

Si le PHTVL comportait des planchers et des plafonds symétriques, il est probable que le taux d'intérêt serait plus élevé que dans le cas d'un PHTVL pur. Au concret, les options concernant l'augmentation des taux risquent de valoir davantage que celles qui concernent la diminution du taux. Si le PHTVL ne comportait que des plafonds, il en serait sûrement ainsi. Quoi qu'il en soit, c'est l'emprunteur qui assume le risque de toute fluctuation du taux d'intérêt à l'intérieur de la fourchette non protégée. C'est parce que l'emprunteur accepte d'assumer ce risque qu'il y a une économie éventuelle par rapport à un prêt hypothécaire à taux fixe. Encore une fois, il n'y a pas de «cadeau» dans un marché efficace des capitaux.

En théorie, il y a des motifs de croire que le PHTVL correspondrait aux préférences de **certains** emprunteurs. Les prêts hypothécaires à taux variable (PHTV) sont admissibles à l'assurance LNH, et le PHTVL est tout simplement une variante du PHTV. De ce point de vue, la question à se poser - encore une fois -, c'est pourquoi le marché n'a pas innové en ce sens. Il n'y a certes aucune raison de **décourager** les PHTVL au moyen des politiques publiques. Toutefois, on ne peut déterminer avec précision le gain que représente pour l'emprunteur ce réaménagement du risque.

[8] Si l'assurance du taux hypothécaire se vendait dans les marchés concurrentiels, offrant la même protection que les plafonds prévus par les PHTVL, la prime d'assurance équivaudrait au prix amorti des options indiquées.

Il y a, bien sûr, d'autres modèles hypothécaires qui pourraient, en théorie, s'avérer attrayants pour les emprunteurs éventuels. Pour réduire l'incertitude concernant l'évolution future des taux d'intérêt nominaux, par exemple, le « prêt hypothécaire à renouvellement étalé » (ou PHRE) pourrait s'avérer intéressant. Au lieu de contracter un emprunt hypothécaire de 100 000 $ sur 5 ans, l'emprunteur assumerait un prêt hypothécaire de 20 000 $ pour un an au taux d'un an, un prêt de 20 000 $ pour deux ans, et ainsi de suite. Cette méthode aurait pour effet de lisser les répercussions des fluctuations des taux d'intérêt sur les mensualités.

2. PRÊTS HYPOTHÉCAIRES INDEXÉS (PHI)

C'est la SCHL qui a lancé, en 1985, les PHI dans le marché canadien des capitaux, pour une période d'essai de 5 ans, afin de financer les coopératives d'habitation. Les PHI portent intérêt à un taux fixe pour les 30 ou 35 années de durée de l'hypothèque et prévoient des mensualités qui augmentent au rythme de l'inflation moins 2 % (c.-à-d. qui ont un déséquilibre **réel** à la baisse de 2 % par année). La valeur aux livres du principal plus les intérêts accumulés est assurée par la SCHL.

Le PHI présente deux grands avantages par rapport aux autres instruments hypothécaires. Tout d'abord, étant donné que le taux d'intérêt **réel** est fixé d'avance, le risque d'inflation est **éliminé**. Ceci rend impossible tout profit imprévu par une partie aux dépens de l'autre. Deuxièmement, l'ajustement en fonction de l'inflation peut être capitalisé en tout ou en partie afin de réduire le problème de « déséquilibre » (et donc au départ la pression sur le rapport ABD) du prêt hypothécaire traditionnel en période d'inflation. (Étant donné que la corrélation n'est pas très forte à court terme entre l'augmentation du prix des maisons et le taux global d'inflation, il suffirait vraisemblablement d'une capitalisation incomplète de l'ajustement pour l'inflation pour réduire le risque pour le prêteur.)

Depuis la création des PHI, les taux d'intérêt réels s'échelonnent entre 4,6 % et 5,5 %. Ces taux d'intérêt réels sont plus élevés que l'objectif initial du programme, soit entre 4,0 % et 4,5 %. Deux faits méritent d'être mentionnés. Tout d'abord, les taux d'intérêt réels constatés sont plus élevés que prévu, mais il en va de même des taux d'intérêt réels **implicites** des instruments hypothécaires traditionnels. En second lieu, le caractère expérimental du premier programme PHI, assorti d'un ensemble de restrictions faciles à reconnaître, a eu pour effet de restreindre l'attrait des PHI pour les investisseurs. Ceci restreint la mesure dans laquelle les taux réels des PHI peuvent chuter par rapport aux taux réels **implicites** des hypothèques et des prêts en concurrence.

Entre 1986 et 1989, le taux d'intérêt réel implicite des prêts hypothécaires traditionnels de 5 ans s'établissait en moyenne à 7,11 % (tableau 1). À l'heure actuelle, le taux réel implicite des prêts hypothécaires traditionnels de 5 ans se chiffre à environ 10 %. Ceci est de beaucoup supérieur au taux d'intérêt réel des derniers PHI, qui s'établit à 5,5 %. Naturellement, les prêts hypothécaires traditionnels de 5 ans et les PHI sont des instruments bien distincts et il se peut que le taux d'intérêt réel implicite des hypothèques de 5 ans ne soit pas mesuré avec précision. Néanmoins, ces comparaisons indiquent bien les importantes économies que l'on peut attendre des PHI par rapport aux prêts hypothécaires traditionnels.

Les PHI ont été lancés en 1985, à titre expérimental pour cinq ans. Le caractère expérimental du programme crée une incertitude qui pourrait être particulièrement nuisible compte tenu de la complexité de cet instrument et de l'inquiétude des investisseurs éventuels quant à la liquidité future des PHI. À ce jour, la valeur globale des PHI consentis se chiffre à environ 900 millions de dollars. Cette somme n'est pas importante en comparaison du volume de fonds qu'une **seule** grande caisse de retraite doit placer chaque année. En outre, et ce fait est tout aussi important, puisque les PHI sont liés à un projet donné, les émissions sont irrégulières et d'importance variable. Toutefois, si l'on veut attirer un plus grand nombre d'investisseurs (et des investisseurs plus importants), un produit plus important et plus régulier pourrait être nécessaire.

AVANTAGES

En principe, le PHI entraîne des économies substantielles par rapport au prêt hypothécaire traditionnel. En outre, en capitalisant une partie de l'ajustement pour l'inflation, on peut prévoir une augmentation des mensualités, ce qui réduit la pression que subit le rapport ABD.

DÉSAVANTAGES

Le PHI est un instrument très nouveau qui oblige à éduquer tant l'emprunteur que le prêteur. Il n'est pas du tout certain que les acheteurs de maisons se sentiraient à l'aise à l'égard d'un PHI. Si l'on peut augmenter l'économie attendue d'un PHI, on pourra les rendre d'autant plus intéressants. Du point de vue du prêteur, la capitalisation (d'une partie) de la composante d'inflation représente une augmentation du risque. Toutefois, si cette portion est assez modeste, le risque supplémentaire devrait s'avérer acceptable.

3. PRÊTS HYPOTHÉCAIRES AVEC PROTECTION AU RENOUVELLEMENT

En octobre 1979, le Federal Reserve Board des États-Unis a rompu avec sa pratique traditionnelle qui consistait à se préoccuper de la stabilité des taux d'intérêt. En conséquence, les taux d'intérêt ont connu une fluctuation beaucoup plus forte aux États-Unis et cette fluctuation - par les liens internationaux - s'est transmise aux marchés canadiens des capitaux et de l'argent.

Les acheteurs éventuels de maisons au Canada se voient donc forcés de spéculer sur l'évolution des taux d'intérêt. Ils craignent notamment que les taux d'intérêt ne soient beaucoup plus élevés au moment du renouvellement du prêt hypothécaire. Ceux qui ont de la chance et constatent que le taux d'intérêt a diminué au moment du renouvellement font l'envie des autres.

Il y a deux grandes solutions à ce problème. La première consiste à plafonner l'augmentation du taux d'intérêt à la date de renouvellement au moyen d'une entente explicite avec le prêteur hypothécaire. La seconde solution ne comporte aucun plafond, mais permet de reporter les intérêts afin de mettre l'emprunteur à l'abri d'une augmentation trop importante des mensualités.

AVANTAGES

Les acheteurs éventuels pourraient être attirés par la possibilité de s'assurer contre une augmentation extraordinaire des taux d'intérêt hypothécaires à la date de renouvellement. Toutefois, si ce risque doit être assumé (par exemple) par les prêteurs hypothécaires, ceux-ci devront être indemnisés[9]. Au concret, les taux d'intérêt des prêts hypothécaires comportant ce plafond seraient plus élevés, toutes choses étant égales par ailleurs, pour compenser ce risque. Si les taux d'intérêt sont effectivement soumis à de fortes fluctuations, cette option aura une valeur considérable et la prime du taux d'intérêt pourrait être importante.

Il est également facile de constater l'intérêt que pourraient présenter les prêts hypothécaires assortis de modalités de report en cas d'une forte hausse des taux d'intérêt. Puisque le taux d'intérêt n'est pas plafonné, il n'y a pas de déplacement du risque et le taux hypothécaire ne devrait comporter aucune prime. Dans la mesure où des modalités de report n'entraîneraient pas une hausse inacceptable du rapport prêt-valeur, les prêteurs n'auraient pas à se préoccuper du risque supplémentaire de défaut.

---

[9] Pour se prémunir contre ce risque, les prêteurs hypothécaires traditionnels devraient attirer des dépôts comportant les mêmes caractéristiques, c'est-à-dire un taux d'intérêt fixe pour un terme désigné et un taux d'intérêt à négocier **sous réserve d'un plafond** pour un terme supplémentaire. La prime d'intérêt nécessaire pour attirer les déposants se répercuterait dans la prime que comporte le taux hypothécaire. Il est possible que les intermédiaires financiers se trouvent dans l'impossibilité d'attirer de tels dépôts. Il est plus probable que les prêts hypothécaires comportant un plafond au renouvellement seraient réunis dans des titres hypothécaires et vendus directement aux investisseurs. L'acte hypothécaire pourrait, notamment, prendre la forme d'un prêt hypothécaire comportant un taux fixe pour 5 ans et un taux variable pour 5 autres années, sous réserve du plafond convenu.

Par ailleurs, la SCHL pourrait assurer, aux termes de la Loi nationale sur l'habitation, les prêts hypothécaires comportant des dispositions «normalisées» de report.

DÉSAVANTAGES

La prime d'intérêt hypothécaire nécessaire en contrepartie du plafonnement du taux d'intérêt consenti par le prêteur pourrait décourager bon nombre d'emprunteurs, voire la très grande majorité. Puisque le revenu de l'emprunteur moyen augmentera vraisemblablement entre la date initiale et la date de renouvellement du prêt hypothécaire, il est probable qu'un plafond de (par exemple) 2 ou 3 % de l'augmentation du taux d'intérêt s'avérerait satisfaisant pour la plupart des emprunteurs. Plus cette « franchise » serait importante, plus petite serait la prime pour le déplacement du risque. Il faut toutefois signaler que le programme de protection des taux hypothécaires n'a pas suscité de ruée. Ce manque apparent d'enthousiasme porte à croire que les emprunteurs ne sont pas prêts à payer le prix du marché pour déplacer sur une tierce personne le risque du taux d'intérêt.

Il en va de même dans le cas des prêts hypothécaires avec option de report des intérêts. En théorie, les prêteurs hypothécaires traditionnels pourraient offrir ce prêt, **à la condition** qu'il y ait une demande suffisante. Il se **pourrait** que les prêteurs s'inquiètent du risque de défaut si une proportion importante des intérêts était reportée. À cet égard, il faut signaler que l'augmentation imprévue des taux d'intérêt pourrait coïncider avec une faiblesse prononcée du marché du logement.

V MESURE : AUTRES SYSTÈME DE FINANCEMENT DU LOGEMENT

1. ISOLER LE MARCHÉ HYPOTHÉCAIRE DE L'ENSEMBLE DU MARCHÉ DES CAPITAUX

À l'heure actuelle, le marché hypothécaire constitue au Canada une partie intégrante d'un marché efficace des capitaux. C'est là le résultat que souhaitent les économistes. En effet, à tout moment, l'épargne est affectée de la façon la plus productive, en fonction des taux d'intérêt du marché. Il y a toutefois un sous-produit malheureux. Puisque les marchés de l'habitation réagissent vivement aux fluctuations des taux d'intérêt, les répercussions d'une hausse accusée des taux d'intérêt du marché risquent d'influencer le secteur de l'habitation d'une façon disproportionnée. Si la stabilité du secteur de l'habitation devient un **objectif indépendant** de la politique de l'État, il vaut la peine d'étudier des mesures visant à isoler le marché hypothécaire de l'ensemble du marché des capitaux.

Pour isoler le marché hypothécaire des effets de la politique monétaire,il faudrait créer un prêt hypothécaire distinct, peut-être assuré par une institution distincte.

Au Canada, cette innovation prendrait vraisemblablement la forme d'un contrat épargne-prêt par lequel l'acheteur éventuel conviendrait d'effectuer des dépôts réguliers, portant intérêt à un taux inférieur à celui du marché, puis serait admissible à un prêt hypothécaire à des taux inférieurs à ceux du marché consenti par l'institution qui aurait accepté le dépôt.

Dans son ouvrage intitulé **Reviving the Canadian Dream**, Frank Oberle propose de créer une modalité d'épargne hypothécaire permettant aux acheteurs éventuels de déposer chaque année un montant donné pendant 5 à 7 ans, à un taux **inférieur** aux taux du marché, puis d'être admissibles à un taux hypothécaire inférieur à celui du marché consenti par l'institution qui aurait reçu le dépôt. Les dépôts seraient déductibles d'impôt, s'accumuleraient à l'abri de l'impôt et ne seraient pas imposables s'ils servaient à l'achat d'une résidence principale.

Fund-A-Home International Inc. d'Alberta a présenté une proposition fondée sur le système Bausparkassen de l'Allemagne de l'Ouest. Essentiellement, les participants effectueraient des dépôts mensuels pendant quatre ans, portant intérêt au taux de 3 %. Après quatre ans, les participants recevraient les fonds accumulés, **plus** une somme équivalente du prêteur. Cette somme porterait également intérêt à un taux inférieur à celui du marché, soit 5 %, et serait remboursée sur 7 ans[10].

Manifestement, il est possible à une institution financière d'offrir un programme contractuel d'épargne de prêt semblable à celui que propose Fund-A- Home. Les dépôts porteraient intérêt à un taux inférieur à celui du marché et la valeur actuelle de cette réduction du taux se refléterait dans le taux du prêt hypothécaire, inférieur à celui du marché. Puisque la valeur actuelle des deux réductions du taux d'intérêt serait égale, il n'y aurait aucun avantage (brut d'impôt) pour le participant. Les mensualités hypothécaires seraient réduites, mais il y aurait également réduction du revenu d'intérêts sur les dépôts en accumulation. Il y a cependant une subvention fiscale **implicite**. Le fardeau fiscal du participant serait réduit en fonction du taux d'intérêt réduit du dépôt. Puisque les intérêts versés pour le prêt hypothécaire (à un taux inférieur à celui du marché) ne sont **pas** déductibles d'impôt, il en résulte une économie nette d'impôt pour le participant[11].

Enfin, on pourrait voir apparaître de nouveaux intermédiaires financiers, à caractère coopératif, versant des taux inférieurs à

[10] Je n'ai pas vérifié si les taux d'intérêt proposés par Fund-A-Home sont viables, c'est-à-dire si la valeur actuelle des deux réductions du taux d'intérêt est égale. Le système Bausparkassen de l'Allemagne de l'Ouest, qui prévoit des contrats d'épargne-prêt à des taux inférieurs à ceux du marché, est directement subventionné par l'État, de sorte que la stabilité du programme n'exige pas l'égalité des valeurs actuelles. Les contrats d'épargne subventionnée peuvent être achetés par les parents et les grands-parents des futurs acheteurs, de même que par les acheteurs eux-mêmes.

[11] Ce genre de contrat d'épargne et de prêt hypothécaire, tout en réalisant l'objectif d'isoler le marché, entraverait la fonction de répartition du marché des capitaux de la façon suivante. Supposons, par exemple, que le taux de dépôt contractuel soit de 3 % pour 4 ans tandis que le taux du prêt serait de 5 % pour les 7 années suivantes. Le programme est arrivé à échéance, de sorte que l'institution financière verse des intérêts sur les dépôts tout en recevant des intérêts sur les prêts hypothécaires. Supposons une augmentation accusée des taux d'intérêt du marché. Puisque le taux hypothécaire garanti par le programme n'est pas touché, les fonds passent de l'intermédiaire aux emprunteurs hypothécaires, qui ne sont nullement motivés à réduire leur demande de fonds. En ce sens, la stabilité est assurée. Pourtant, le flux ininterrompu de fonds dans ces prêts hypothécaires contractuels, à une époque d'augmentation des taux d'intérêt du marché, signifie que le capital financier - et en dernière analyse les ressources réelles - n'est pas affecté de la façon la plus productive. En effet, il faut pour cela qu'à tout moment le capital financier soit affecté à l'activité qui offre la plus forte possibilité de rendement pour chaque palier de risque.

ceux du marché sur les dépôts et exigeant des taux inférieurs à ceux du marché pour les prêts hypothécaires. Comme nous l'avons signalé, cette méthode pourrait entraîner certaines économies fiscales, et (peut-être) certaines économies découlant de la réduction des frais perçus par les intermédiaires. Sans entrer dans certaines questions pratiques (notamment la question de la réglementation de la solvabilité), il semble improbable que de telles institutions fassent de bonnes affaires, étant donné les nombreuses façons dont chacun peut obtenir les taux d'intérêt du marché pour ses économies, à moins que les déposants ne jouissent par contrat du droit à un prêt futur à des taux inférieurs à ceux du marché. Dans ce cas, ce contrat d'épargne-prêt reviendrait à la mesure dont j'ai traité ci-dessus.

2. Système indépendant de contrat d'épargne

Pour isoler le système du financement hypothécaire des effets de la politique monétaire, il faudra vraisemblement des contrats d'épargne et de prêt hypothécaire comme ceux dont j'ai parlé dans la section précédente.

Une mesure indépendante possible consiste en des contrats d'épargne visant à faciliter la tâche d'accumuler les sommes nécessaires à la mise de fonds. Beaucoup apprécient l'élément « d'épargne forcée » du prêt hypothécaire qui permet de discipliner l'épargne. De même, bon nombre de non-propriétaires pourraient bénéficier d'une discipline **imposée** à leurs épargnes en vue de la mise de fonds. Par exemple, les institutions financières pourraient offrir des comptes de dépôt destinés aux non-propriétaires, et peut-être prévoir la déduction directe des contributions mensuelles du chèque de paie du déposant. Les institutions financières pourraient offrir des taux spéciaux pour ces comptes ou promettre des prêts hypothécaires à des taux (légèrement) inférieurs à ceux du marché si le produit du compte sert à la mise de fonds.

Je laisse libre cours à la discussion sur ce sujet.

3. Émission par le gouvernement fédéral d'obligations à long terme pour financer les prêts hypothécaires

Si le gouvernement fédéral, avec sa cote de crédit sans risque, empruntait des fonds à long terme pour les prêter dans le marché hypothécaire, il serait possible de réaliser des économies. Le taux d'intérêt de ces prêts hypothécaires serait établi par rapport au taux d'intérêt versé par le gouvernement de façon à recouvrer les coûts de service, d'administration et de souscription. Le résultat net serait une réduction des taux hypothécaires par rapport à ceux qu'exigent les prêteurs commerciaux, mais cette réduction ne serait pas aussi spectaculaire qu'on pourrait le croire d'après les taux d'intérêt des obligations à long terme du gouvernement du Canada. Essentiellement, les économies traduiraient le fait qu'il n'y a pas de taux normal de rendement pour le capital investi lorsque c'est le gouvernement qui lève les fonds directement. Pour le prêteur commercial, ce taux normal de rendement accroîtrait d'autant l'écart entre le taux d'emprunt et le taux de prêt.

Dans la mesure où les taux hypothécaires seraient réduits, cette mesure présenterait un attrait certain.

Les craintes seraient les suivantes :

(1) Si le gouvernement fédéral devait lever des fonds importants à cette fin, est-ce que le taux d'intérêt augmenterait pour **toutes** les nouvelles émissions, ce qui accroîtrait le coût des emprunts gouvernementaux «traditionnels»?

(2) Si les taux hypothécaires étaient inférieurs aux niveaux fixés par les prêteurs commerciaux, comment ces prêts hypothécaires seraient-ils rationnés? Seraient-ils, par exemple, offerts à tous les acheteurs d'une première maison? À un nombre restreint de tels acheteurs, et si oui, comment établirait-on la priorité?

VI MESURE : LOCATION FONCIÈRE ET LOCATION AVEC OPTION D'ACHAT

Dans le cas de la location foncière, l'acheteur achète la maison mais loue le terrain. Il peut en outre conserver l'option d'acheter le terrain à sa valeur marchande à l'expiration du bail. La location foncière permet de diminuer le prix global d'achat et donc la mise de fonds ou les mensualités initiales. En ce sens, la location foncière pourrait favoriser l'accessibilité.

Il y a deux questions principales : (1) Dans quelle mesure la location foncière permettra-t-elle de diminuer le prix d'achat global? (2) La location foncière attirera-t-elle les acheteurs canadiens de maisons, surtout compte tenu du fait que la propriété est traditionnellement vue comme un placement?

Il y a plusieurs modalités possibles de location foncière[12]. Pour bien montrer en isolation les économies de coûts (c.-à-d. la valeur actuelle des paiements réduits) plutôt que la possibilité de réaménager l'évolution des mensualités, il est utile d'étudier l'exemple suivant. L'acheteur loue le terrain pour un loyer fixe et prédéterminé; il a l'option d'acheter le terrain à sa valeur marchande à l'expiration du bail et verse la totalité du loyer par anticipation à la date d'achat de la maison. Le loyer prédéterminé est fixé aux taux du **marché** et ne comporte donc aucune subvention. Dans cet exemple, l'économie découlant de la location foncière est tout simplement égale au droit réversif sur le terrain. Ce droit est égal à la valeur actuelle du prix prévu du terrain à la date d'expiration du bail. Si l'on suppose que le prix réel du terrain demeurera constant, sa valeur actuelle à la date d'expiration est égale à son prix actuel escompté du taux d'intérêt réel.

Le droit réversif sur le terrain, qui représente la véritable économie, se détermine (dans l'exemple ci-dessus) uniquement d'après (a) la durée du bail et (b) le taux d'intérêt réel. L'économie initiale, exprimée en pourcentage de la valeur du terrain, que représente la location foncière pour divers taux d'intérêt réels et diverses durées du bail, est exposée ci- dessous.

Durée du bail	Taux d'intérêt réel 2%	4%	6%
50 ans	37,2%	14,1%	5,4%
75 ans	22,6%	5,3%	1,3%
100 ans	13,8%	2,0%	0,0%

Les économies de coûts sont relativement modestes. Si l'on utilise comme taux d'escompte un taux d'intérêt réel (faible) de 2 %, et si la durée du bail est de 50 ans[13], alors la location foncière coûte 37,2 % **de moins** que l'achat simple du terrain. Si le prix d'achat du terrain est égal à 50 % du prix combiné de la maison et du terrain, ce qui est typique dans les secteurs où les coûts sont élevés, cette économie initiale équivaut à 16,6 % (soit 0,5 x 37,2 %) du prix d'achat global. On peut facilement calculer d'autres exemples d'après les chiffres du tableau ci-dessus. Pour un rapport donné entre le prix du terrain et le prix total, l'estimation de l'économie de coûts en tant que fraction du prix global d'achat est toujours **inférieure**[14].

On achète une maison pour deux motifs : (1) pour obtenir le service de logement et (2) pour investir dans le marché immobilier. Comme je l'ai indiqué, le bail pourrait donner au locataire l'option d'acheter le terrain à l'échéance. Néanmoins, compte tenu de l'importance du motif traditionnel d'investissement, on peut se demander si un grand nombre de Canadiens seraient attirés par cette idée. Rien ne me permet de nier la conclusion de S.W. Hamilton, qui écrit à la page 105 (traduction) :

[12]On trouvera des exemples chiffrés de diverses dispositions, avec les économies que chacune comporte, dans S.W. Hamilton, **Residential Leasehold Estates**, ébauche de rapport préparée pour la Société canadienne d'hypothèques et de logement, mai 1990.

[13]Si la durée initiale du bail était inférieure à 50 ans, par exemple, les prêteurs pourraient hésiter à consentir un prêt hypothécaire. Aux États- Unis, par exemple, un bail doit comporter une durée minimum de 55 ans pour être admissible aux prêts hypothécaires de la F.H.A.

[14]Si les prêteurs acceptent de consentir des prêts hypothécaires en cas de location foncière (avec loyer payé d'avance) aux mêmes conditions que dans le cas de la propriété en fief simple, les économies de coûts dégagées ci- dessus pourraient se réaliser sous la forme d'une réduction **soit** de la mise de fonds ou du rapport ABD. Si le loyer n'était **pas** payé par anticipation, mais si l'évolution préétablie du loyer était la même, la **valeur actuelle** de l'économie que représente la location serait inchangée. Les conséquences seraient évidemment différentes pour les mouvements de trésorerie. Si le loyer payé par anticipation est financé au moyen d'un prêt hypothécaire traditionnel, les paiements seront fixes jusqu'à la date d'échéance. Il se pourrait très bien par ailleurs que les versements annuels de loyer augmentent avec le temps. Dans ce cas, les mensualités **initiales** (prêt hypothécaire plus loyer) seraient moindres dans le cas d'un loyer payé annuellement que dans le cas d'un loyer payé par anticipation. Si l'on suppose, pour simplifier, que les taux d'intérêt demeurent inchangés au moment du renouvellement hypothécaire, les mensualités globales dans le cas du loyer payé annuellement finiraient par dépasser les mensualités exigées dans le cas du loyer payé par anticipation.

Le désir de la propriété en fief simple et les dispositions institutionnelles qui sont fonction de ce désir sont forts au Canada. La location foncière résidentielle ne réalisera vraisemblablement pas de gains considérables et ne devrait donc être utilisée que dans des situations spéciales.

La location par le gouvernement fédéral de ses propres terrains pour des logements destinés aux ménages à revenu modeste offre peut-être un meilleur avenir pour la location ou la location avec option d'achat.

En 1967, le gouvernement de l'Ontario - au moyen de son programme d'aide à l'achat d'un logement (programme HOME) - aidait les acheteurs à revenu moyen à acheter une maison. La province le faisait en mettant à la disposition de ces acheteurs des terrains provenant de ses banques de terrains. L'achat comportait d'ordinaire un bail de 50 ans, le loyer étant fonction de la valeur aux livres du terrain. Le programme HOME, modifié plusieurs fois avant son abrogation en 1978, permet de mettre en lumière plusieurs questions, notamment : (1) la nécessité d'assurer, pour des raisons politiques, que les propriétaires-occupants qui ont l'option d'acheteur leur terrain ne réalisent pas des profits « injustes » en les achetant à un prix inférieur à celui du marché; (2) les normes de prêt (c.-à-d. les rapports prêt-valeur) appliquées par les prêteurs commerciaux aux ensembles en location.

La location financière de terrains appartenant à des banques de terrains gouvernementales pourrait vraisemblablement être utile pour le logement sans but lucratif. Je ne m'arrête pas davantage à cette question puisque la présente étude porte sur un meilleur accès au marché de la propriété.

VII RÉFLEXION PERSONNELLE

À mon avis, les mesures suivantes sont les plus intéressantes :

(1) favoriser la titralisation (les titres hypothécaires) pour bénéficier à la fois de taux hypothécaires inférieurs et de mesures novatrices;
(2) Faire valoir les avantages du prêt hypothécaire à renouvellement étalé (PHRE);
(3) examiner comment on pourrait permettre aux acheteurs d'une première maison d'utiliser leur REÉR pour la mise de fonds;
(4) étudier la possibilité d'utiliser les PHI pour le marché des propriétaires-occupants.

Les deux premières mesures sont traitées de façon assez complète dans le texte; voici quelques autres remarques sur les deux dernières.

L'UTILISATION DU REÉR

Cette proposition semble exiger la réalisation des conditions suivantes :

(1) Pour répondre aux critères concernant le risque et le rendement pour des investisseurs prudents, de sorte qu'une mesure parallèle soit réalisable pour les régimes de retraite organisés par les employeurs, le PHRR devrait être assuré.
(2) Pour maintenir le risque d'assurance dans des limites acceptables, le PHRR devrait s'accompagner d'une mise de fonds traditionnelle de 5 %.
(3) Pour réduire les possibilités de transactions intéressées, le taux d'intérêt du PHRR devrait être fixé, par exemple, au même niveau que le taux du prêt hypothécaire de second rang à l'institution financière qui administre le PHRR.
(4) Pour restreindre la possibilité de comportement stratégique et pour restreindre le coût des subventions implicites, (i) le PRPR devrait être plafonné, par exemple à 20 000 $, et (ii) les fonds devraient être déposés dans un REÉR pendant un certain temps, par exemple 12 mois, avant d'être admissibles au PHRR.
(5) Pour connaître la demande éventuelle de PHRR, déterminer (1) la taille de la population cible (épargnes considérables dans un REÉR; autres actifs relativement modestes) et (ii) la mesure dans laquelle les acheteurs éventuels seraient intéressés par le report (la pleine capitalisation) de tous les versements d'intérêts.
(6) Pour réduire les risques assumés par l'assureur du PHRR, **ne pas** restreindre la garantie de l'assureur à la part proportionnelle de la valeur de la maison. La garantie devrait plutôt être égale à la valeur marchande de la maison **moins** la dette hypothécaire de premier rang.
(7) Revoir les mécanismes de «déclenchement» du PHRR, notamment les cas où (i) la maison est vendue et une demande de règlement pourrait être adressée à l'assureur et (ii) le propriétaire- occupant atteint l'âge de 71 ans et le PHRR devient exigible.

PHI

Les mesures suivantes devraient aider à réaliser tout le potentiel d'économie que représentent les PHI :

(1) prendre un engagement à long terme à l'égard des PHI dans le cadre de la Loi nationale sur l'habitation;
(2) régulariser et accroître la taille du flux du produit (en l'étendant a d'autres ensembles LNH);
(3) simplifier l'instrument et
(4) favoriser la titralisation.

Cette dernière mesure est à mon avis particulièrement importante. Ceci exigerait vraisemblablement une garantie des délais de paiement qui rendrait de toute façon les PHI plus intéressants pour de nombreuses caisses de retraite.

TABLEAU 1

TAUX CHRONOLOGIQUES D'INTÉRÊT ET D'INFLATION, 1954-1987

	TAUX D'INTÉRÊT NOMINAUX			TAUX D'INTÉRÊT RÉELS	
	Prêt hypothécaire traditionnel de 5 ans	Papier de 90 jours	Inflation[a]	Prêt hypothécaire traditionnel de 5 ans	Papier de 90 jours
1954	6,01	–	0,62	5,39	–
1955	5,88	–	0,15	5,73	–
1956	6,22	3,73	1,49	4,73	2,24
1957	6,85	5,25	3,14	3,71	2,11
1958	6,80	3,16	2,60	4,20	0,56
1959	6,97	5,18	1,14	5,83	4,03
1960	7,18	4,00	1,26	5,91	2,73
1961	7,00	3,37	0,96	6,04	2,41
1962	6,97	4,38	1,21	5,76	3,17
1963	6,97	4,01	1,66	5,31	2,34
1964	6,96	4,20	1,82	5,15	2,38
1965	7,02	5,02	2,46	4,56	2,56
1966	7,66	6,27	3,73	3,93	2,54
1967	8,07	5,84	3,64	4,42	2,20
1968	9,07	6,83	4,02	5,05	2,81
1969	9,83	7,85	4,50	5,34	3,35
1970	10,44	7,34	3,38	7,07	3,96
1971	9,43	4,51	2,80	6,63	1,71
1972	9,21	5,10	4,82	4,39	0,28
1973	9,59	7,45	7,61	1,98	-0,16
1974	11,24	10,50	10,89	0,34	-0,38
1975	11,43	7,94	10,78	0,64	-2,85
1976	11,78	9,17	7,51	4,27	1,66
1977	10,36	7,47	8,01	2,35	-0,53
1978	10,59	8,83	8,90	1,70	-0,66
1979	11,98	12,07	9,15	2,82	2,91
1980	14,32	13,15	10,17	4,14	2,98
1981	18,15	18,33	12,47	5,68	5,87
1982	17,89	14,15	10,79	7,09	3,36
1983	13,29	9,45	5,81	7,48	3,63
1984	13,58	11,19	4,40	9,18	6,79
1985	12,04	9,56	4,00	8,04	5,56
1986	11,20	9,16	4,10	7,10	5,06
1987	11,17	8,39	4,40	6,77	3,99
1988	11,65	9,65	4,1	7,55	5,55
1989	12,05	12,20	5,0	7,05	7,20
1990	14,25	13,71	4,2	10,05	9,51

Source: *Revue* de la Banque du Canada, divers numéos.

Notes: a. L'inflation se mesure d'après l'écart annuel en pourcentage du niveau moyen de l'indice des prix à la consommation pour chaque année.

b. Le taux réel d'intérêt est tout simplement la différence entre le taux d'intérêt nominal et le taux d'inflation pour la même année.

TABLEAU 2

RAPPORTS PRÊT-VALEUR. PRÊTS APPROUVÉS AUX TERMES DE LA LOI NATIONALE SUR L'HABITATION, 1977-1987

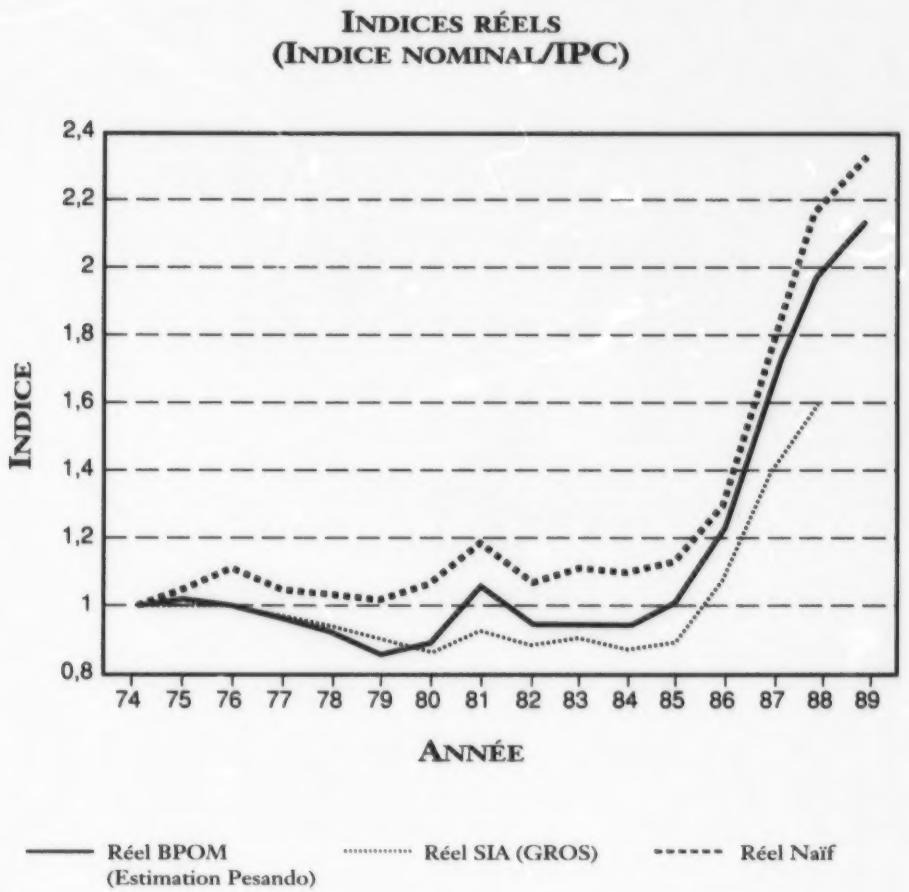
LOGEMENTS NEUFS

Rapport prêt-valeur	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
0 - 75,0	9,1	6,1	6,0	9,2	23,5	22,7	15,7	16,3	9,7	7,0	8,6	8,8	11,2
75,1 - 80,0	3,6	2,9	4,7	3,5	6,0	7,5	7,6	7,9	6,0	5,6	5,1	6,6	7,9
80,1 - 85,0	5,0	4,4	6,4	9,5	13,3	16,9	19,0	15,7	15,5	16,4	14,4	14,7	16,9
85,1 - 90,0	7,5	8,2	22,9	29,4	18,6	38,0	56,7	57,1	67,6	70,6	71,4	69,7	62,3
90,1 - 95,0	72,0	76,4	58,5	47,4	37,0	13,9	0,6	2,1	0,9	0,3	0,4	0,2	1,7
95,1 +	2,8	2,0	1,5	1,0	1,6	1,0	0,4	0,9	0,3	0,1	0,1	-	-
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

LOGEMENTS EXISTANTS

Rapport prêt-valeur	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
0 - 75,0	15,4	13,4	13,5	8,4	11,7	16,8	9,1	7,0	5,5	5,4	7,2	6,2	8,3
75,1 - 80,0	6,6	5,1	5,2	5,3	6,2	11,9	6,4	5,4	4,5	4,1	4,6	5,1	5,4
80,1 - 85,0	9,9	8,2	8,5	10,1	12,1	22,4	16,0	15,1	14,5	13,8	12,1	12,5	14,3
85,1 - 90,0	18,2	16,3	19,9	24,1	24,5	35,2	68,0	71,4	75,2	76,6	75,9	76,1	70,0
90,1 - 95,0	49,6	56,5	52,6	51,8	44,4	12,6	0,4	0,8	0,2	0,1	0,1	0,1	2,0
95,1 +	0,3	0,5	0,3	0,3	1,1	1,1	0,1	0,3	0,1	-	0,1	-	-
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Source: SCHL, *Statistique du logement au Canada*.

FIGURE 1

AUTRES INDICES DU PRIX DES MAISONS DANS LE CENTRE DE TORONTO